

SERIE POLÍTICAS PÚBLICAS
Y TRANSFORMACIÓN PRODUCTIVA
Nº 20 / 2015

La transparencia del gobierno corporativo en las Empresas de Propiedad del Estado en América Latina

La transparencia del gobierno corporativo en las Empresas de Propiedad del Estado en América Latina

**Serie Políticas Públicas y Transformación Productiva
N°20 / 2015**

**Michael Penfold, Andrés Oneto y
Guillermo Rodríguez Guzmán**

**La transparencia del gobierno corporativo en las
Empresas de Propiedad del Estado en América Latina.**

Serie Políticas Públicas y Transformación Productiva

Depósito Legal: IF74320153001508

ISBN Obra Completa: 978-980-6810-67-9

ISBN Volumen: 978-980-422-004-3

Editor CAF

Esta serie es coordinada por la
Dirección de Políticas Públicas y Competitividad de CAF

Michael Penfold

Director de Políticas Públicas y Competitividad

Se agradecen especialmente los extraordinarios comentarios y recomendaciones de Andrés Bernal, Georgina Núñez, Alfredo Ibargüen, Sebastián López Azumendi, Juan Carlos Elorza, Diana Mejía, Federico Brusa y Daniela Hernández, así como a los representantes de las EPEs participante del IV Encuentro de la Red Latinoamericana sobre Gobierno Corporativo de Empresas Públicas, a versiones previas de este documento. Los errores u omisiones que se puedan mantener son responsabilidad exclusiva de los autores.

Políticas Públicas y Transformación Productiva consiste en una serie de documentos orientados a difundir las experiencias y los casos exitosos en América Latina como un instrumento de generación de conocimiento para la implementación de mejores prácticas en materia de desarrollo empresarial y transformación productiva.

Diseño gráfico: Claudia Parra Gabaldón

Las ideas y planteamientos contenidos en la presente edición son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no comprometen la posición oficial de CAF.

La versión digital de esta publicación se encuentra en:
publicaciones.caf.com

© 2015 Corporación Andina de Fomento
Todos los derechos reservados

Contenido

Presentación	7
Resumen Ejecutivo	9
Introducción	10
Los conflictos de interés y la importancia del gobierno corporativo en las EPE	15
Importancia de las EPE en América Latina y el mundo	21
Índice de transparencia de gobierno corporativo para las EPE	25
Descripción de la muestra	27
Tendencias del gobierno corporativo en América Latina	31
Tendencias generales	31
Tendencias por país	37
Tendencias según tipo de propiedad	39
Tendencias de empresas listadas y no listadas	41
Tendencias según emisión de bonos	43
Conclusiones	47
Bibliografía	51
Anexos	55

Índice de gráficos

Gráfico 1.	Porcentaje de participación pública en las diez mayores empresas según país	22
Gráfico 2.	Porcentaje de participación pública por sectores económicos de empresas incluidas en Forbes-2000	22
Gráfico 3.	Distribución de la muestra por país	28
Gráfico 4.	Distribución de la muestra por sector económico	28
Gráfico 5.	Distribución de activos de la muestra en 2013 por país	29
Gráfico 6.	Distribución de activos de la muestra en 2013 por sector económico	30
Gráfico 7.	Distribución de resultados individuales del índice de transparencia de gobierno corporativo de las EPE	32
Gráfico 8.	Distribución de resultados del índice de transparencia de gobierno corporativo de las EPE según grupos	32
Gráfico 9.	Índice de transparencia de gobierno corporativo de las EPE por pilar	33
Gráfico 10.	Índice de transparencia de gobierno corporativo de las EPE por ítem	36
Gráfico 11.	Índice de transparencia de gobierno corporativo de las EPE por país	37
Gráfico 12.	Índice de transparencia de gobierno corporativo de las EPE según país y pilar	38
Gráfico 13.	Índice de transparencia de gobierno corporativo de las EPE según tipo de propiedad	40
Gráfico 14.	Índice de transparencia de gobierno corporativo de las EPE según tipo de propiedad por pilar	40
Gráfico 15.	Índice de transparencia de gobierno corporativo de las EPE según participación en bolsas de valores	42
Gráfico 16.	Índice de transparencia de gobierno corporativo de las EPE según participación en bolsas de valores por pilar	42
Gráfico 17.	Índice de transparencia de gobierno corporativo de las EPE según emisión de bonos	44
Gráfico 18.	Índice de transparencia de gobierno corporativo de las EPE según emisión de bonos por pilar	44

Presentación

La transformación productiva ha sido una de las áreas que CAF, como banco de desarrollo de América Latina, ha promovido como condición necesaria para alcanzar un desarrollo alto y sostenible en la región.

La experiencia y la pericia generadas en cada proyecto durante las últimas décadas han permitido a la institución constituirse en un referente latinoamericano en temas de competitividad, gobierno corporativo, desarrollo local y empresarial e inclusión productiva.

Las políticas públicas necesarias para impulsar la transformación productiva se basan en el desarrollo de aquellas capacidades orientadas a la implementación de buenas prácticas y en apoyos específicos para la mejora de la gestión empresarial y la productividad. En ese sentido CAF pone a disposición su conocimiento y experticia, brindando un apoyo eficiente a diversos sectores y a la vez generando documentación e investigaciones de casos de éxito relevantes para la región.

“Políticas Públicas y Transformación Productiva” consiste en una serie de documentos de política orientados a difundir esas experiencias y casos relevantes en América Latina, como un instrumento de difusión de conocimiento que CAF pone a disposición de los países de la región, para la implementación de mejores prácticas en materia de desarrollo empresarial y transformación productiva.

L. Enrique García
Presidente Ejecutivo

Resumen Ejecutivo

Realizar reformas de gobierno corporativo de las Empresas de Propiedad Estatal (EPE) de América Latina es de crítica importancia para mejorar la gestión e impacto de estas empresas que tienen gran relevancia en las políticas de desarrollo de la región, pero que históricamente han ofrecido resultados deficientes. A pesar de la importancia de estos factores, existen muy pocos trabajos dedicados a delinear las tendencias de gobierno corporativo de las EPE, y en especial, ofrecer un enfoque regional que permita identificar las áreas donde mayores acciones y cambios son necesarios. Por ello, introducimos un Índice de Transparencia del Gobierno Corporativo basado en la información disponible en las páginas web de 105 empresas de 13 países de la región que permite identificar algunas de las principales falencias de gobernanza de estas empresas. Encontramos que las mayores deficiencias están concentradas en los mecanismos de conformación del Directorio y revelación de información. Adicionalmente, evaluamos las diferencias del gobierno corporativo entre empresas con diferentes características asociadas a sus esquemas de propiedad, participación en los mercados de deuda corporativa, y presencia en bolsas de valores. Igualmente, incluimos un análisis sobre las características del gobierno corporativo de las EPE de cada uno de los países incluidos en la muestra.

Palabras clave: *Gobierno corporativo, Empresas de Propiedad Estatal, América Latina, Directorio, revelación de información, accionistas minoritarios.*

Introducción

Las Empresas de Propiedad del Estado (EPE) en América Latina continúan jugando un papel importante en la economía de casi todos los países de la región, a pesar de la ola privatizadora que las caracterizó durante la década de los noventa y que redujo su importancia relativa. Un par de décadas después, estas empresas siguen siendo actores fundamentales en la provisión de diversos servicios públicos y aún continúan siendo jugadores clave en sectores señalados como prioritarios o estratégicos por los diferentes gobiernos. Además, en algunos casos, estas empresas tienen una participación activa en los mercados de capitales a través de la emisión de deuda o incluso participación patrimonial al cotizar en bolsas de valores locales e internacionales. Igualmente, no son pocas las firmas estatales que han logrado internacionalizar sus operaciones hasta convertirse en “Multilatinas”. Si bien no todas las EPE pueden ser incluidas dentro de esta tendencia, aquellas que han logrado materializar estos cambios muchas veces lo han alcanzado gracias a mejoras institucionales que se han promovido a través de cambios en sus prácticas de gobierno corporativo.

La creación de las EPE en la mayoría de los países latinoamericanos respondió en muchos casos a la necesidad de buscar respuestas para enfrentar diversos cuellos de botella económicos y sociales para el desarrollo. Sin embargo, existe evidencia de que este impacto esperado ha sido limitado, debido principalmente a que las EPE muestran resultados históricos, en un extenso espectro, que van desde muy buenos ejemplos de una gestión responsable, hasta otros que pueden calificarse como fracasos si se les compara con los objetivos para los cuales fueron creadas. También es cierto que los casos sesgados hacia el extremo menos favorable son los más comunes (Rondinelli, 2005; Indreswari, 2006). En este sentido, existe un consenso entre académicos y hacedores de políticas públicas sobre cómo la incorporación de ciertas mejoras en el gobierno corporativo puede ser uno de los factores institucionales determinantes para el fortalecimiento de estas empresas, ya que permiten optimizar su gestión y blindarla de la injerencia política, garantizando su sustentabilidad y expandiendo su capacidad de generar valor económico y social (Irwin y Yamamoto, 2004; Kato y Long, 2005; Aivazian et al, 2005; Banco Mundial, 2007; Kim y Chung, 2008; Andrés, Guasch y López, 2011; Mbo y Adjasi, 2013). Por su parte, organizaciones internacionales como OECD (2006, 2011, 2013), Banco Mundial (2006) y CAF (2010, 2012) han llevado a cabo extensos esfuerzos para proponer lineamientos e identificar estrategias para mejorar el funcionamiento de las EPE y garantizar una gestión más eficiente. Estos lineamientos son recomendaciones que sirven de base para la orientación de las políticas públicas, así como las decisiones gerenciales que contribuyen a consolidar el gobierno corporativo de las EPE y, por lo tanto, a mejorar su desempeño y transparencia.

Sin embargo, a pesar de la existencia de numerosos documentos que presentan recomendaciones e identifican buenas prácticas, así como otros tantos que ofrecen casos de estudio, pocos se han enfocado en profundizar en el conocimiento de las tendencias actuales de gobierno corporativo de la región para poder identificar e incluir en la agenda de políticas públicas reformas específicas en las áreas que presentan las mayores deficiencias. De hecho, no existe ningún esfuerzo comprensivo destinado a indagar en los mecanismos mediante los cuales estas empresas reportan la información asociada a su estructura de gobierno corporativo, así como a entender las dinámicas internas bajo las cuales se rigen las EPE, con especial acento en el funcionamiento de sus Directorios¹. El presente documento propone un índice de transparencia de gobierno corporativo para las EPE de América Latina, con el objeto de responder a la pregunta sobre cómo estas empresas reportan sus prácticas de gobierno corporativo e identificar aquellos aspectos en los cuales se requieren mayores esfuerzos o reformas.

El Índice de Transparencia de Gobierno Corporativo desarrollado en este documento está elaborado con base en la información pública de 105 empresas estatales de 13 países de la región² ofrecida a través de sus respectivas páginas web. Establecer una medida de la calidad del gobierno corporativo de las EPE partiendo exclusivamente de elementos formales, y no materiales, puede resultar imperfecto, pues no captura todas las dinámicas de la gestión de estas empresas. No obstante, a pesar de que este indicador no mide la calidad del gobierno corporativo de las empresas, como se haría a través de un *due diligence* exhaustivo, sí es de gran valor analítico, ya que la transparencia y revelación de información pública es un buen *proxy* del grado de cumplimiento de buenas prácticas de gobierno corporativo de las empresas. De igual manera, aunque no permite conocer las dinámicas internas bajo las cuales se toman algunas decisiones estratégicas y gerenciales, la transparencia y revelación de información pública puede ser analizada como una señal real de la voluntad de efectuar reformas conducentes a mejores prácticas de gestión empresarial. La propensión a revelar información de fácil acceso que permita evaluar los principios que rigen la gestión y el funcionamiento de estas organizaciones es una señal inequívoca, aunque ciertamente incompleta, del interés por aumentar el valor económico y social de estas empresas. Ante las dificultades de conocer los detalles de las dinámicas internas vinculadas con el funcionamiento del Directorio, así como de la Asamblea de Accionistas, el Índice de Transparencia de Gobierno Corporativo surge como un mecanismo válido para identificar algunas de las tendencias de gobierno corporativo de las EPE.

1 Se debe notar que en diferentes países y legislaciones de la región se conoce al mayor órgano directivo de las empresas bajo diferentes denominaciones como Junta Directiva, Consejo de Administración o Consejos Directivos. En este documento se hará referencia al Directorio.

2 El listado completo de empresas está disponible en el anexo 1. Los datos fueron recabados entre mayo y junio de 2014, y posteriormente revisados en tres ocasiones en septiembre de 2014, diciembre de 2014 y entre enero y febrero de 2015.

Adicionalmente, la construcción de un Índice de Transparencia de Gobierno Corporativo para las EPE permite analizar las diferencias existentes bajo la presencia de algunas características institucionales y corporativas. En este sentido, evaluamos las diferencias observadas entre las EPE de cada uno de los países incluidos en la muestra, las características de las empresas mixtas *vis-a-vis* las empresas de total propiedad estatal, así como las distinciones existentes entre empresas listadas en los mercados de capitales y aquellas que no lo están. El documento está estructurado de la siguiente forma: i) Indagamos en algunos de los conflictos de interés de las EPE y el papel del gobierno corporativo para mitigarlos; ii) Dimensionamos la importancia de las EPE tanto a nivel global como latinoamericano; iii) Presentamos la construcción del índice de transparencia de gobierno corporativo, la muestra evaluada y los resultados obtenidos; y, iv) Sugerimos algunas recomendaciones de política pública para el ámbito del gobierno corporativo de las EPE de la región.

Los conflictos de interés y la importancia del gobierno corporativo en las EPE

La propiedad estatal de las empresas ha sido sustentada desde diferentes perspectivas, dentro de las cuales se destaca la provisión de servicios públicos. Las EPE han sido frecuentemente concebidas como un mecanismo alternativo a la regulación en casos de fallas de mercado, particularmente ante la presencia de monopolios naturales o elevadas barreras de entrada, así como para el desarrollo de actividades de interés social en las que los particulares participan en niveles sub-óptimos. Adicionalmente, las EPE pueden ofrecer una alternativa para la provisión de bienes con externalidades positivas cuyos efectos de derrame sean favorables para el funcionamiento de toda la sociedad, como lo puede ser en los casos de salud pública y educación básica (Kowalski et al, 2013).

En teoría, la propiedad estatal permitiría superar algunas fallas de mercado, explotar mayores economías de escala y generar mayores niveles de provisión de bienes y servicios, incluso con precios inferiores a los establecidos por empresas privadas que no necesariamente obedecen a un mandato de bienestar social. De igual forma, se ha justificado la creación de EPE con argumentos de diversificación productiva de los países, especialmente aquellos en vías de desarrollo, donde, en un contexto empresarial marcado por una elevada percepción de riesgo o asimetrías de información, se puede inhibir la inversión privada. En este tipo de contexto, las EPE suelen ser empleadas como mecanismos para direccionar la política industrial de algunos sectores de la economía que se piensa tiene un alto potencial de crecimiento (Banco Mundial, 2006; Christiansen, 2013).

Sin embargo, la viabilidad de las EPE no sólo depende de su justificación teórica. Existen una serie de factores institucionales que pueden inhibir o afectar su adecuado desarrollo como empresa y la experiencia demuestra que, a pesar de haber razones teóricas que justifican su creación, no siempre alcanzan los resultados deseados. Al analizar el marco legal y de políticas relacionado con el gobierno de las EPE se identifican una serie de elementos que deben ser atendidos.

En primer lugar, se debe abordar el marco legal y regulatorio bajo el cual se rigen las EPE. En muchos casos no hay una separación de funciones clara por parte del Estado teniendo en cuenta el triple rol que desempeña: puede actuar de forma simultánea como dueño, regulador y como ejecutor de la regulación, además de una instancia adicional como consumidor de los servicios provistos por la EPE, abriendo la posibilidad de tratos preferenciales que generen distorsiones de mercado (Kowalski et al. 2013). Otro aspecto dentro del marco regulatorio es el referido a la igualdad de condiciones con el sector privado, pues con frecuencia las EPE tienen regímenes jurídicos especiales con normativas distintas a las aplicables a empresas privadas

que prestan los mismos servicios, así como facilidades para acceder a financiamiento y la posibilidad de contar con mecanismos de rescate financiero en situaciones de posible quiebra. Este tipo de “restricciones blandas” puede generar incentivos para no operar en condiciones de mercado, así como limitaciones a la innovación por la reducida presión competitiva a la que están sujetas, lo cual merma su capacidad de generar valor social o económico.

En segundo lugar, se debe hacer referencia al rol del Estado como propietario informado y activo, así como su relación con otros grupos de interés vinculados al manejo de las EPE. Estas empresas presentan intrínsecamente un problema agente-principal ampliado o, como es definido por Christiansen (2013), un problema de “Tercera Agencia” entre la gerencia (agente), el propietario estatal (principal secundario) y los ciudadanos (principal). En la medida en que no exista un representante de la propiedad claramente identificado, que ejerza sus funciones como tal, pueden generarse situaciones en las que la gerencia no persiga los objetivos y requerimientos establecidos por el mandato bajo el cual la EPE fue creada. Adicionalmente, existe la dificultad de identificar a los ciudadanos como los propietarios de última instancia y, efectivamente, seguir un mandato destinado a los intereses de estos. Este conflicto de interés se profundiza ante el problema de una acción colectiva deficiente que caracteriza a grupos disgregados y que se suele traducir en una insuficiente supervisión ciudadana de las EPE.

Muchos autores han notado estas complicaciones, e incluso Toninelli (2000) llegó a conceptualizar a las EPE como un caso de “Agentes sin Principales”, al introducir la preocupación de que este tipo de empresas puedan ser “capturadas” por la gerencia en busca de sus objetivos individuales. El caso opuesto, pero igualmente pernicioso, puede ocurrir cuando el representante de la propiedad de la EPE busca afectar directamente las acciones cotidianas de la gerencia con el fin de obtener beneficios particulares, incluso cuando estas acciones van en perjuicio de la sustentabilidad de la EPE en el tiempo (Bozec et al, 2002; Shaw, 2008 citado por Mbo y Adjasi, 2013).

Existe también la posibilidad de un problema de agencia común, donde diferentes representantes de la propiedad presenten estrategias de acción opuestas para cumplir objetivos individuales, afectando la eficiencia operativa de la empresa. Por ejemplo, es común el caso de una EPE donde participa el ministerio de finanzas y un ministerio sectorial (energía, comunicaciones, vivienda, etc.), en la cual el primero busca maximizar el retorno económico, mientras que el segundo busca ampliar el impacto social (Menozzi, Gutierrez-Urtiaga y Vannoni, 2010).

La necesidad de realizar reformas de gobierno corporativo surgen parcialmente como consecuencia de la existencia de estos conflictos de interés, que no pueden ser solventados mediante contratos, debido a que los costos de transacción en los que sería necesario incurrir pueden llegar a ser prohibitivos (Hart, 1995). Sin embargo, la noción de los conflictos de interés en el manejo de las EPE tiene sus detractores, ya que otros académicos han puntualizado la

necesidad de una visión más amplia debido a la incidencia social que tienen estas entidades. La teoría de los grupos de interés (*stakeholders*) enunciada por Freeman (1994) parte de la idea de que existen ciertos valores y deseos de los diferentes grupos de actores que interactúan con la empresa y que deben ser armonizados por la gerencia. De ahí que, desde esta perspectiva teórica, tanto la organización corporativa como los resultados operativos de las empresas deben estar relacionados con los distintos valores de los grupos que poseen intereses en la compañía. Precisamente, el problema en el manejo de las EPE surge como consecuencia de la multiplicidad de *stakeholders* relevantes que exigen en muchos casos alinear intereses conflictivos como lo son maximizar el impacto social y obtener el mayor rendimiento financiero. En este sentido, es importante mencionar que los objetivos de largo plazo de las EPE deben ser explícitamente señalados en sus documentos de constitución, y acompañados del papel de direccionamiento estratégico que debe desempeñar el Directorio. De forma consecuente, ofrecer indicadores específicos para una continua medición del impacto de la gestión de las EPE puede resultar especialmente favorable para evitar manejos oportunistas que comprometan su viabilidad y desempeño.

Los cambios del gobierno corporativo deben entonces inducir a las empresas a alinear los intereses particulares de los numerosos actores sociales involucrados en las actividades de las EPE como propietarios, directores, gerentes, empleados, usuarios y ciudadanos (Wicaksono, 2009).

Otra visión opuesta a la idea de los conflictos de interés es la “teoría del buen administrador” (*Stewardship Theory*) de Donaldson y Preston (1995). Esta teoría enuncia que los gerentes de las empresas son buenos servidores públicos y buscan cooperar con todos los grupos de interés de la compañía para lograr los objetivos comunes. Así, una relación de cooperación entre el Directorio, la gerencia y otros grupos de interés debería traducirse en mejores resultados empresariales (Wicaksono, 2009; Mbo y Adjasi, 2013). Sin embargo, el problema en este caso es que los mecanismos de elección del Directorio y la Gerencia pueden obedecer a criterios políticos, lo cual puede introducir presiones para priorizar los lineamientos designados por aquellos que los nombraron en sus cargos, en detrimento de los resultados de la empresa.

En este sentido, se debe tener en cuenta un tercer factor, que está relacionado con el buen funcionamiento del órgano colegiado y de enlace entre los propietarios y la Gerencia: el Directorio. Esta instancia cumple un papel estratégico en la armonización de los conflictos y en la necesidad de articular una visión de largo plazo. Sin embargo, para garantizar su efectividad e independencia en la toma de decisiones, el Directorio debe ser protegido de la influencia política, en especial por la existencia de ciclos políticos consistentes con los períodos electorales (OECD, 2013). Para lograr este objetivo, existen varios mecanismos que deben tomarse en consideración: a nivel del ejercicio de la propiedad, se puede profesionalizar su ejercicio a través de la creación de *holdings* estatales o Unidades de Control de la Propiedad (UCP); al nivel del Directorio, es necesario formular mecanismos de selección robustos, transparentes y consistentes en el tiempo, favorecer el nombramiento y remoción de directores

de forma escalonada, y, la inclusión de directores externos e independientes. Adicionalmente, suele estimarse como un factor favorable la exclusión del Directorio de personas directamente relacionadas al Poder Ejecutivo, mientras que otros miembros afiliados al Estado deben ser nominados en función de su calificación para el cargo. Igualmente, se debe procurar la conformación un Directorio que tenga la mezcla adecuada de conocimiento, capacidades y experiencia para alcanzar los objetivos planteados por la empresa. Por ello, establecer algunos criterios de selección para los directores, tales como niveles educativos o experiencia en el sector, contribuye a establecer un nivel mínimo para la selección de candidatos, aunque, en última instancia, la selección debe basarse en los conocimientos o experiencia que se consideren críticos para complementar el equipo disponible. En este mismo sentido, OECD (2013) señala que es común establecer restricciones en cuanto a la nacionalidad de los directores, particularmente en aquellos sectores sensibles o estratégicos como energía o seguridad nacional. En estos casos, se debe procurar que tales limitantes no reduzcan ostensiblemente la disponibilidad de los mejores candidatos disponibles para ocupar dichos cargos. Como último punto asociado al Directorio, es importante realizar evaluaciones periódicas del rendimiento de los directores, así como ofrecer remuneraciones competitivas, pero en función al desempeño de sus labores, más que de acuerdo a otros criterios pre-determinados como asistencia o número de intervenciones.

Igualmente, los mecanismos de designación del Gerente General (o Presidente Ejecutivo), así como de otros miembros de la Alta Gerencia, pueden seguir algunas de las directrices mencionadas como mecanismos para limitar la influencia política sobre el funcionamiento de las EPE, dado el papel protagónico que tiene el Gerente General a la hora de ejecutar el mandato y lineamientos definidos por el Directorio.

Un cuarto punto a tomar en consideración al analizar el gobierno corporativo de las EPE está referido a la transparencia en la publicación y divulgación de sus reportes. Debe existir una política de revelación de información clara, oportuna y comparable que permita facilitar la vigilancia y monitoreo de la gestión de estas empresas por parte de los diferentes actores involucrados, la cual es de especial relevancia para aquellas de propiedad estatal por emplear los recursos del Estado y estar destinadas a cumplir una función social o estratégica. En este sentido, resulta imperativo que las EPE presenten información de planificación y gestión de una forma consolidada y periódica; que se cumpla con normas internacionales de información financiera (NIIF o IFRS por sus siglas en inglés); y que cuenten con un sistema de auditoría interna y externa, así como mecanismos de comunicación expedita con los usuarios y ciudadanos, especialmente para los casos de empresas de servicios públicos. Igualmente, se estima favorable la existencia de indicadores y principios de presentación de resultados financieros, sociales y de ejecución de políticas para facilitar la evaluación precisa y expedita de las acciones de las EPE.

Como último punto vale la pena señalar que una serie de empresas se han abierto a mecanismos de propiedad mixta, modalidad que puede ofrecer distintas ventajas desde el punto de vista gubernamental: la inclusión de propietarios privados puede estar asociada a mejoras de eficiencia y productividad, aún si se mantiene el control estatal. Adicionalmente, los costos políticos en los que debe incurrir el Gobierno pueden ser menores que en el caso de una privatización total al facilitar cambios más progresivos (OECD, 2012). Sin embargo, estos casos plantean la necesidad de incorporar el trato equitativo a los accionistas, que debe ser evaluado en todos los casos en que estén presentes, independientemente de si la participación minoritaria ocurre por copropiedad entre el Estado central y otros destacamentos del Estado –incluyendo entes subnacionales– o por la directa inclusión de inversionistas privados. En ambas situaciones, se deben presentar disposiciones para proteger a los accionistas minoritarios.

Si se tiene en cuenta todo lo anterior, garantizar el éxito de una EPE es un tema complejo, pues implica superar diversos dilemas que se generan a partir de la propiedad estatal de los activos. La implementación de prácticas de buen gobierno corporativo implica un proceso de reforma, no solo del marco legal y regulatorio, sino del mismo comportamiento gerencial de las EPE, del funcionamiento estratégico del Directorio, así como del compromiso real del accionista o propietario para su aplicación. Es por ello que las reformas de gobierno corporativo pueden conducir a mejoras en las condiciones operativas de las EPE, al aumentar la rentabilidad económica o social de la inversión, reducir la dependencia de transferencias del Estado y traducirse en una más eficiente distribución de los limitados recursos financieros de los que dispone el gobierno. Igualmente, si el objetivo final es listar las empresas en la Bolsa de Valores a través de la venta de una participación minoritaria de la empresa o una privatización total, las reformas de gobierno corporativo pueden aumentar considerablemente el ingreso futuro obtenido por el Estado. Diversos casos demuestran cómo los cambios del gobierno corporativo con miras a mejorar la operatividad y eficiencia de las EPE pueden tener un impacto determinante sobre el precio de venta, bien sea de porciones minoritarias o de privatizaciones totales de algunas de estas empresas.

De igual manera, en la medida en que las EPE ocupan una posición de importancia y visibilidad en los países y en los sectores en que operan, éstas deberían ejemplificar las mejores prácticas del Estado, por lo que están llamadas a ser modelos del cumplimiento de las normas legales, así como en la provisión de sus productos o servicios. Por el contrario, las fallas del gobierno corporativo en una empresa estatal pueden reducir la credibilidad del Estado y socavar el marco legal (CAF, 2012). Es por ello que las reformas institucionales vinculadas al gobierno corporativo de las EPE entran al debate no como una cuestión ideológica sino más bien pragmática, con el objeto de intentar solventar algunos de los conflictos intrínsecos a estos esquemas de propiedad. Estas reformas no son sencillas de ejecutar pero son factibles si existe la voluntad política del accionista estatal y la disposición de la gerencia de las EPE.

Importancia de las EPE en América Latina y el mundo

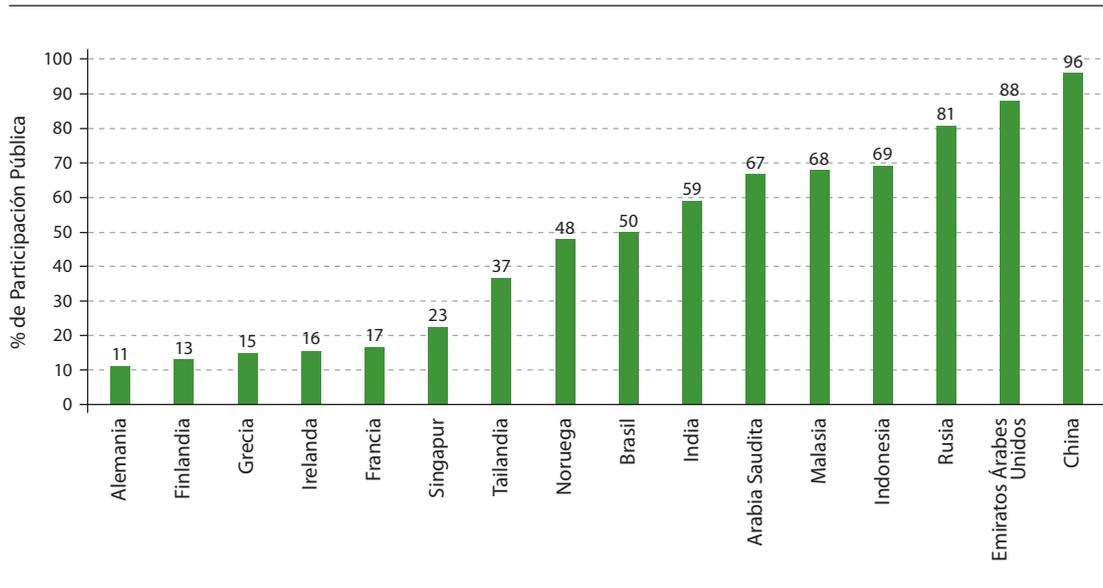
Algunas mediciones recientes indican que las EPE representan el 20% de las inversiones totales y el 5% del empleo mundial e incluso en algunos países llega a representar tanto como el 40% del producto interno bruto (Banco Mundial, 2007 citado por Mbo y Adjasi, 2013). Adicionalmente, las empresas estatales suelen ser de gran magnitud, pues tal como señalan Kowalski et al (2013), más del 10% de las empresas incluidas en la lista de las 2.000 mayores empresas del mundo (Forbes-2000) son empresas estatales. Estas empresas representan más del 10% de las ventas de las firmas incluidas en dicho listado y equivalen a más del 6% del PIB mundial. De forma semejante, al tomar en consideración la participación de las empresas estatales entre las 10 mayores empresas de cada país, se observa que el fenómeno parece fuertemente concentrado en países en desarrollo, pues los primeros 8 países con mayor participación estatal entre sus grandes empresas son países en proceso de desarrollo o transición. Tal como se observa en el gráfico 1, China, Emiratos Árabes Unidos y Rusia encabezan el listado con 96, 88 y 81% de dominio estatal entre sus 10 mayores empresas, respectivamente. Brasil, por su parte, ocupa el octavo lugar en este apartado con un 50% de participación de las EPE.

En el caso específico de América Latina este fenómeno parece repetirse, pues en los Rankings de las 500 Mayores Empresas de la región realizados por AméricaEconomía (2009-2013), 40 son empresas estatales y las mismas están fuertemente concentradas en los primeros lugares³. De hecho, en la última edición de dicho ranking, Petrobras (Brasil), PDVSA (Venezuela) y PEMEX (México) ocupan los primeros tres lugares con ventas conjuntas que superan los 388 millardos de dólares en 2012 y unos activos totales de más de 705 millardos de dólares para el mismo año, mientras que otras EPE como Petrobras Distribuidora (Brasil) y Ecopetrol (Colombia) también se incluyen entre las 10 de mayor tamaño.

Estas observaciones son consistentes con la noción de que el Estado suele reservarse una posición monopólica –o al menos de dominio– en segmentos productivos que se consideran estratégicos, como energía; y otros donde las estructuras tienden a ser monopólicas como consecuencia natural de la necesidad de operar a gran escala, como en la industria de energía eléctrica o servicios públicos. De forma consistente con esta realidad, en Kowalski et al (2013) se muestra la gran prevalencia de las empresas estatales en el segmento de energía y minería donde más del 43% de las empresas de servicios mineros son de propiedad estatal, así como el 35% de las de extracción de carbón y lignito o el 34% de las destinadas a la explotación de petróleo y gas natural (ver gráfico 2). Otros segmentos como los de provisión de servicios

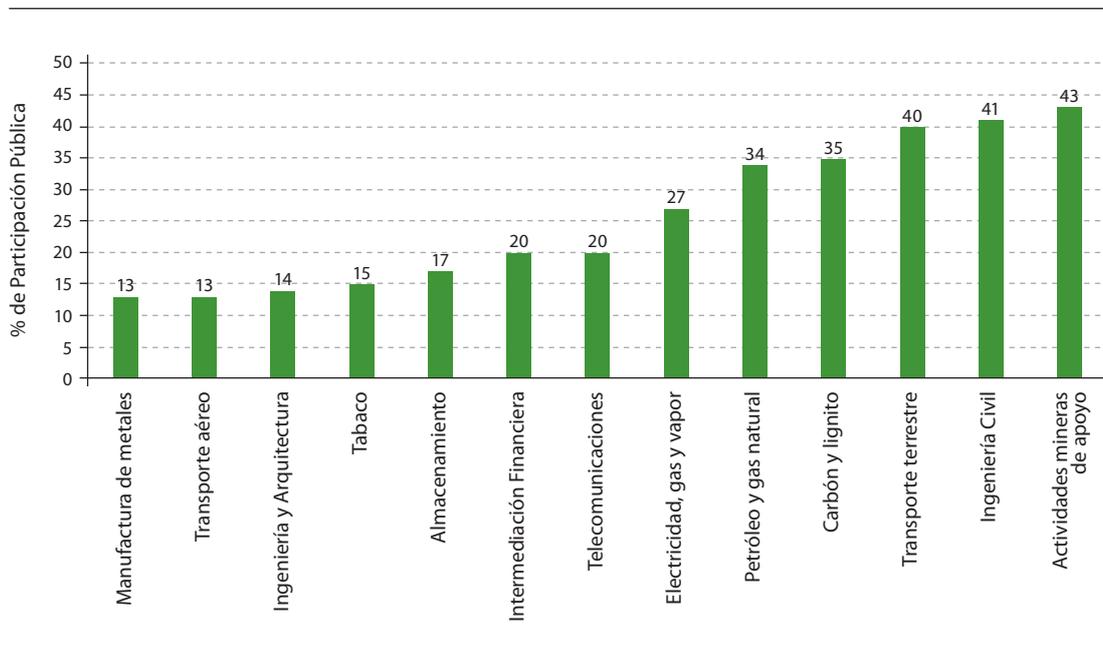
³ En la última edición, de las 500 empresas más importantes de la región 40 son EPE, de las cuales 13 están entre las mayores 100 y 5 empresas se ubican en las primeras 10 posiciones.

GRÁFICO 1. PORCENTAJE DE PARTICIPACIÓN PÚBLICA EN LAS DIEZ MAYORES EMPRESAS SEGÚN PAÍS



Fuente: Kowalski et al (2013).

GRÁFICO 2. PORCENTAJE DE PARTICIPACIÓN PÚBLICA POR SECTORES ECONÓMICOS DE EMPRESAS INCLUIDAS EN FORBES-2000



Fuente: Kowalski et al (2013).

públicos (27%), servicios financieros (20%) y telecomunicaciones (20%) también tienen grandes participaciones de corporaciones públicas. Empresas representativas de todos estos renglones económicos también poseen una participación importante en listados como el de AméricaEconomía y en la muestra evaluada en este documento.

Pero las EPE no sólo son llamativas por su tamaño y potencial impacto económico o social, sino también porque en ocasiones tienen una importante participación en los mercados de capitales locales e internacionales, bien sea a través de participaciones patrimoniales como en los casos de YPF de Argentina; Banco do Brasil y Petrobras de Brasil; y, ECOPETROL e ISAGEN de Colombia; o por medio de participaciones en los mercados de renta fija donde los casos más prominentes son los de PEMEX (México), Petrobras, Banco do Brasil y BNDES (Brasil), CODELCO (Chile), Ecopetrol (Colombia) y PDVSA (Venezuela), entre otros. Estos mecanismos de inclusión en los mercados financieros pueden cumplir una función dual: por un lado, aumentan los recursos disponibles de la empresa, pero también –a través de la aceptación de la disciplina y mecanismos de regulación de dichos mercados– puede contribuir a impulsar mejoras de su gobierno corporativo.

Índice de transparencia de gobierno corporativo para las EPE

Con el fin de indagar en las tendencias del gobierno corporativo de América Latina construimos un índice de Transparencia de Gobierno Corporativo, que a través de información pública nos permita entender la situación reportada de un número determinado pero significativo de EPE de la región. El índice está basado en la información disponible entre mayo y junio de 2014⁴ en las páginas web de 105 empresas de propiedad estatal de 13 países de la región: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Panamá, Perú, Paraguay, Uruguay y Venezuela. Debe indicarse que para la selección de las EPE de la muestra se consideraron dos criterios, uno que nos permitiera definir qué organizaciones del Estado fuesen consideradas como EPE y el segundo referido al tamaño de las mismas. Con respecto al primer punto, nos remitimos a CAF (2012), de manera que la muestra incluye instituciones que pertenecen a cualquiera de estos cuatro tipos:

- EPE creada con el propósito de alcanzar objetivos de política pública.
- EPE responsable de proveer servicios públicos (por ejemplo, agua, electricidad, gas, etc.).
- EPE exclusiva para la provisión de bienes o servicios requeridos por el Estado (por ejemplo, los proveedores militares).
- EPE responsable de producir ingresos para el Estado y competir con el sector privado en igualdad de condiciones.

Es importante insistir en que a través de este documento no se pretende hacer un análisis exhaustivo de todas las buenas prácticas del gobierno corporativo de las EPE, debido a que no toda la información requerida para una revisión comprensiva es de libre acceso. En ese sentido este índice de ninguna manera debe entenderse como un indicador que analiza la efectividad en el cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo. Incluso es posible que EPE que cuenten con buenas prácticas no tuvieran buenos resultados en el índice, debido a que dicha información, o bien no estaba disponible en la página web de la institución o era de difícil acceso, afectando así su transparencia. Por ello, el índice debe ser analizado de forma referencial más que factual. En cualquier caso, éste sigue teniendo valor como herramienta para identificar algunas de las deficiencias generales que pueden encontrarse en este tipo de instituciones y hacer algunas recomendaciones de política al respecto.

El índice está constituido por cinco pilares basados en los lineamientos para EPE de OECD (2006), Banco Mundial (2006) y CAF (2010): i) el marco legal y regulatorio al cual están sujetas

⁴ Posteriormente, la base de datos fue revisada en septiembre y diciembre de 2014, y enero a febrero de 2015 para minimizar posibles errores. Cualquier error que se mantenga es plenamente responsabilidad de los autores.

las EPE; ii) el grado en que el representante de la propiedad ejerce su rol de manera efectiva; iii) la existencia y trato equitativo de accionistas minoritarios (en caso que existan); iv) la transparencia y revelación de información; y v) conformación del Directorio.

Cada uno de estos subíndices constan de diferentes preguntas (ver anexo 3) a las que se le atribuye un punto a cada uno. Posteriormente este resultado inicial se transforma a una base de 10 puntos. Finalmente, los resultados normalizados de cada subíndice son sumados para obtener un indicador general de gobierno corporativo de 50 puntos. A continuación desagregamos cada uno de los subíndices:

I. Marco legal y regulatorio

En cuanto al primer pilar, resulta evidente que una estructura de reglas claras, así como una supervisión y rendición de cuentas efectiva puede mejorar la gestión y resultados de las empresas, y particularmente las de propiedad estatal. En consecuencia, es fundamental la separación de la propiedad estatal de otras funciones del Estado, como la regulación o la promoción de políticas industriales que puedan generar conflictos de interés por la superposición de roles. De forma similar, es importante mantener una estructura normativa que fomente una justa competencia con las empresas privadas en los casos donde exista esta situación. Por ello, las EPE no deben contar con beneficios especiales como exenciones tributarias o líneas crediticias bajo condiciones especiales, que pueden afectar las condiciones de competencia en el sector en el que participan y reducir los incentivos a una gestión eficiente. De esta forma, se incluyen cuatro preguntas asociadas a: (i) si el accionista es diferente al organismo regulador, (ii) si la EPE se organiza en función al derecho público o privado, (iii) si está sujeta a beneficios especiales y (iv) si publica el marco legal al cual está sometida, incluyendo su estatuto orgánico.

II. Quién ejerce la propiedad estatal

La efectiva ejecución del rol de propiedad requiere en primer lugar de la existencia de una instancia identificable, capacitada para ejercer la propiedad de la empresa como lo puede ser, a nivel del gobierno central, un ministerio especializado (Finanzas, Fomento o Industria, por mencionar algunos), una dirección específica de un municipio a nivel de gobierno subnacional, un organismo independiente o una entidad coordinadora adscrita a alguna de las unidades antes mencionadas. En caso de que existan múltiples empresas, otra alternativa es contar con una Unidad de Control de Propiedad, que aglutine en una sola institución la propiedad de las EPE. Este pilar busca obtener información sobre si el accionista estatal es claramente identificable y si está especializado para ejercer la propiedad efectiva de la empresa.

III. Trato equitativo de accionistas minoritarios

En algunos casos, las empresas estatales se han abierto a participaciones conjuntas con el sector privado bien sea para acometer expansiones de capital para llevar a cabo proyectos de

inversión para los cuales la EPE carece de los recursos necesarios o como mecanismo para promover la introducción de reformas que mejoren la gestión de la empresa. En cualquier caso, se debe asegurar un trato equitativo de todos los accionistas, sean estos de control o minoritarios, estatales o privados, facilitando la revelación de información y garantizando su participación en las decisiones y beneficios empresariales en función del nivel de participación en el patrimonio. Por ello, el tercer pilar descompone las empresas de la muestra en aquellas que tienen alguna participación minoritaria y aquellas que no. De esta forma, se indaga sobre la revelación de los porcentajes de participación en el capital de los distintos accionistas, así como la publicación de los derechos y obligaciones de accionistas minoritarios. En los casos donde no existen accionistas minoritarios se omite el cálculo de este subíndice, y se suman los resultados de los otros cuatro pilares. Finalmente, se ajusta este resultado con base en 50 puntos para permitir su comparación con el resto de empresas que componen la muestra.

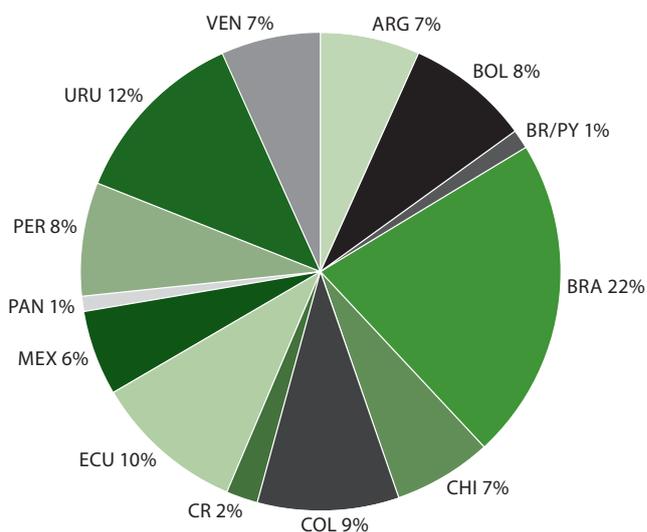
IV. Transparencia en la revelación de información

Uno de los mejores mecanismos para promover la gestión eficiente de las EPE es la revelación de información que permita la evaluación del impacto económico y social de la empresa de forma periódica, creíble y comparable de manera que desviaciones de los objetivos marcados puedan ser corregidos y, en dado caso, sancionados de forma expedita y adecuada. Por tanto, el cuarto pilar evalúa la periodicidad de las auditorías a las que está sujeta la empresa y si ésta es ejecutada por una agencia independiente, además de la publicación de documentos de interés como estados financieros con notas, plan estratégico, informe de gestión anual, otros informes de gestión (impacto socio-ambiental o de responsabilidad social, por ejemplo), que cuenten con lineamientos para la presentación de resultados y código de buen gobierno corporativo. También se indaga sobre el uso de normas contables internacionales que faciliten la comparación con otras instituciones y la presencia de canales de contacto, consultas y quejas como mecanismo de comunicación con otros *stakeholders* relevantes: los ciudadanos y usuarios, especialmente para EPE de servicios públicos.

V. Conformación del Directorio

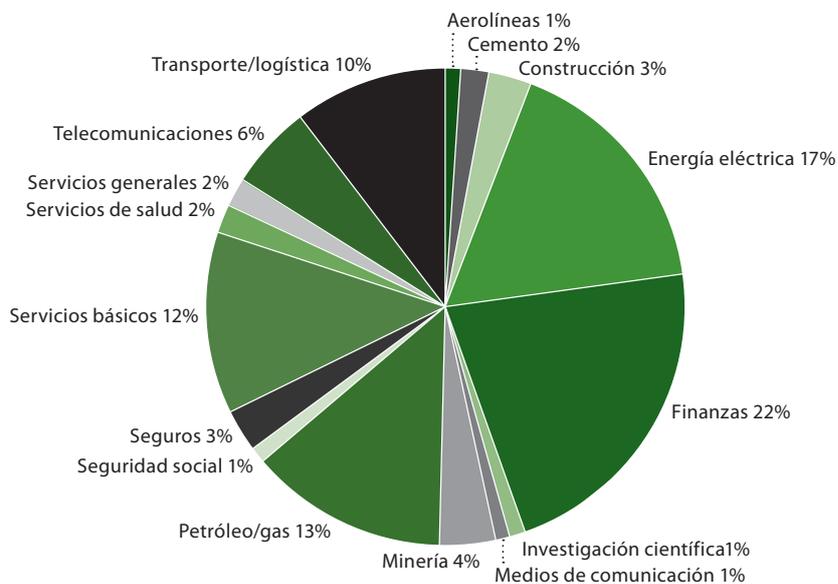
Finalmente, el Directorio debe tener la autoridad e independencia, así como el balance de conocimientos y experiencia que le permita definir de forma autónoma, efectiva y con una visión de largo plazo los lineamientos de políticas planteados por el propietario y sobre los cuales se evaluará la gestión de la Gerencia. En consecuencia, el quinto pilar busca evaluar los mecanismos mediante los cuales se estructura el Directorio, los procesos de nombramiento de los directores, si se cuenta con requisitos para su selección, si estipula mecanismos de remoción, si establece la duración específica del cargo y si el Directorio es de nombramiento escalonado. También si se incluye información sobre el perfil de los miembros del Directorio y la existencia de directores independientes. Por último, este pilar indaga si se incluye, explícitamente o como parte de los estatutos, el reglamento del Directorio; quién elige al Gerente General (o Presidente Ejecutivo) y la rotación de dicho cargo en los últimos 5 años.

GRÁFICO 3. DISTRIBUCIÓN DE LA MUESTRA POR PAÍS



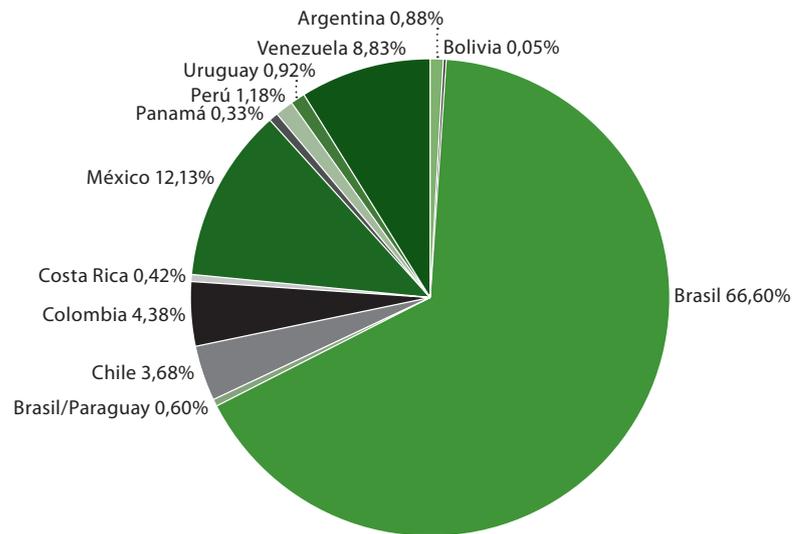
Fuente: Elaboración propia. 100% = 105 empresas

GRÁFICO 4. DISTRIBUCIÓN DE LA MUESTRA POR SECTOR ECONÓMICO



Fuente: Elaboración propia. 100% = 105 empresas

GRÁFICO 5. DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS DE LA MUESTRA EN 2013 POR PAÍS



Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de las empresas. 100% = US\$ 2.840 MM

Descripción de la muestra

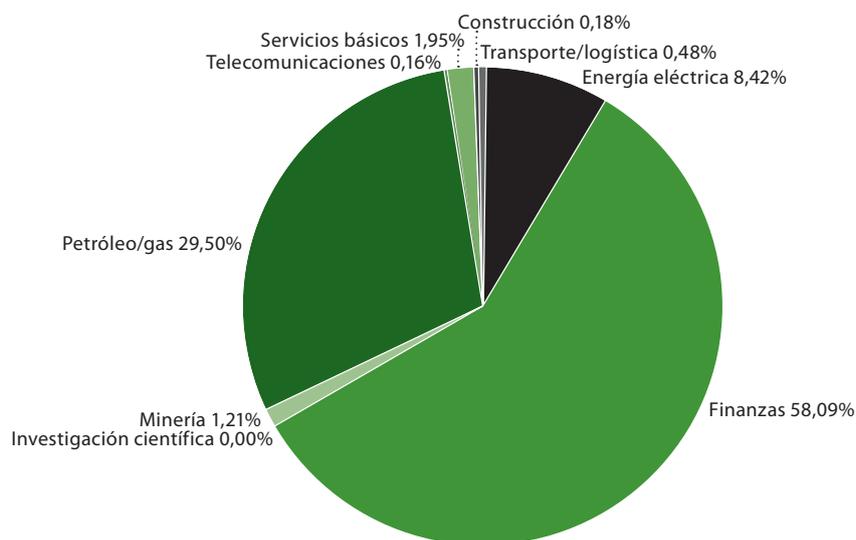
La muestra está compuesta por 105 empresas estatales de América Latina provenientes de 13 países⁵, donde se destaca el grado de participación e importancia de las EPE de Brasil, Uruguay, Ecuador y Colombia, las cuales abarcan más de la mitad de los casos con un 22, 12, 10 y 9%, respectivamente (ver gráfico 3). Entre las EPE aquí evaluadas resalta la relevancia de algunos sectores donde la participación del Estado es significativa en América Latina, como lo son Servicios Financieros, que representa el 22% de las empresas de la muestra, mientras que otras como Energía Eléctrica (17%), Petróleo y Gas (13%) y Servicios Básicos (12%) también tienen una participación considerable (ver gráfico 4).

Por otra parte, si bien es cierto que el esquema de propiedad más común es aquel en el que el Estado cuenta con el 100% de la propiedad, un 28% de las empresas incluidas en la muestra, cuentan con algún tipo de participación privada. Además, el 17% del total cotiza en alguna bolsa de valores local o internacional y el 43% emite bonos.

Adicionalmente, puede resultar revelador conocer la escala de las empresas a través de algunos de sus datos financieros. Sin embargo, de las 105 empresas incluidas en la muestra, únicamente 55 ofrecían sus estados financieros para el 31 de diciembre de 2013 a la hora de la

⁵ Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Chile, Costa Rica, Ecuador, México, Panamá, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

GRÁFICO 6. DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS DE LA MUESTRA EN 2013 POR SECTOR ECONÓMICO



Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros de las empresas. 100% = US\$ 2.840 MM

recolección primaria de los datos, lo cual confirma una preocupación respecto a la pobre divulgación de información de gestión de las EPE. En conjunto, éstas acumulan más de 2.840 millardos de dólares en activos, 557 millardos de dólares de patrimonio y son responsables de ventas brutas por un monto de 703 millardos de dólares. En este grupo resaltan las empresas de Brasil, que acumulan más del 66% de los activos totales de la muestra, seguidos de los casos de México y Venezuela por las grandes inversiones asociadas a sus empresas petroleras (ver gráfico 5). En cuanto a los ingresos brutos, estos tres países también lideran la clasificación: las EPE de Brasil tuvieron ventas por un valor de 286,5 millardos de dólares en 2013 (41% del total), mientras que las de las EPE de México y Venezuela alcanzaron 166,7 y 135 millardos de dólares, respectivamente.

En cuanto a la composición por sectores económicos, el segmento de Banca y Finanzas aglutina más del 58% de los activos de la muestra por un valor de 1.650 millardos de dólares (ver gráfico 6). Entre estas resaltan dos gigantes brasileños: el Banco do Brasil con activos por 605 millardos de dólares, mientras que el BNDES acumulaba otros 364,5 millardos. En segundo lugar, el sector petrolero y gasífero tiene activos por 838 millardos e incluye a tres empresas de gran tamaño como Petrobras (Brasil – 349,7 millardos de dólares), PDVSA (Venezuela – 231,1 millardos) y Pemex (México – 160,45 millardos). Se debe resaltar igualmente que este segmento es responsable del 67% de las ventas totales de las EPE analizadas. En contraposición, el segmento financiero acumula el 19% de los ingresos totales de la muestra.

Tendencias del gobierno corporativo en América Latina

Tendencias generales

Al evaluar la forma en que las empresas estatales de América Latina reportan sus prácticas de gobierno corporativo, se observan grandes contrastes y oportunidades de mejora. En primer lugar, el índice revela resultados con rangos muy amplios, pues se encuentran EPE con puntajes desde 3,33 (ASSE, Uruguay) hasta 47,17 puntos (ECOPETROL, Colombia) donde además, más de la mitad de los casos tan solo llegaron a alcanzar la mitad de los aspectos requeridos, pues la mediana de la distribución es de 25,94, sobre un máximo de 50 puntos (ver gráfico 7). En términos generales, la distribución de resultados se asemeja a una distribución normal, en donde la mayoría de los resultados se concentran entre 16 y 35 puntos en la escala, pero con particular énfasis en el segmento que alcanzó entre 31 y 35 puntos (ver gráfico 8). En ese sentido, es importante resaltar que en la medida que las EPE hagan ajustes relacionados con la información, que al momento de realizar este trabajo no publican y que es evaluada por el índice, estarían en condiciones de mejorar su posición en el mismo.

Al analizar el índice por pilares vemos que las EPE de la muestra presentan deficiencias en todos los aspectos de su gobierno corporativo, como se aprecia en el gráfico 9. Respecto al primer pilar que explora el marco regulatorio, obtienen en promedio una puntuación de 6,69, siendo este el que refleja los mejores resultados con respecto al resto de los pilares. Al analizar los elementos que lo componen, se observa que casi 3 de cada 4 empresas incluidas en la muestra informan sobre el marco regulatorio al cual están sujetas, mientras que el 71% tiene un regulador diferenciado de quien representa la propiedad y el 79% no está sujeto a beneficios impositivos especiales explícitos. Sin embargo, el tema que dentro de este pilar resalta con mayor énfasis, está referido a que poco más del 44% de las EPE, es decir menos de la mitad, están sujetas al derecho privado, lo que implica que hay una heterogeneidad en las estructuras jurídicas de las EPE que les permite tener regímenes especiales, con normativas distintas a las exigidas a las empresas del sector privado.

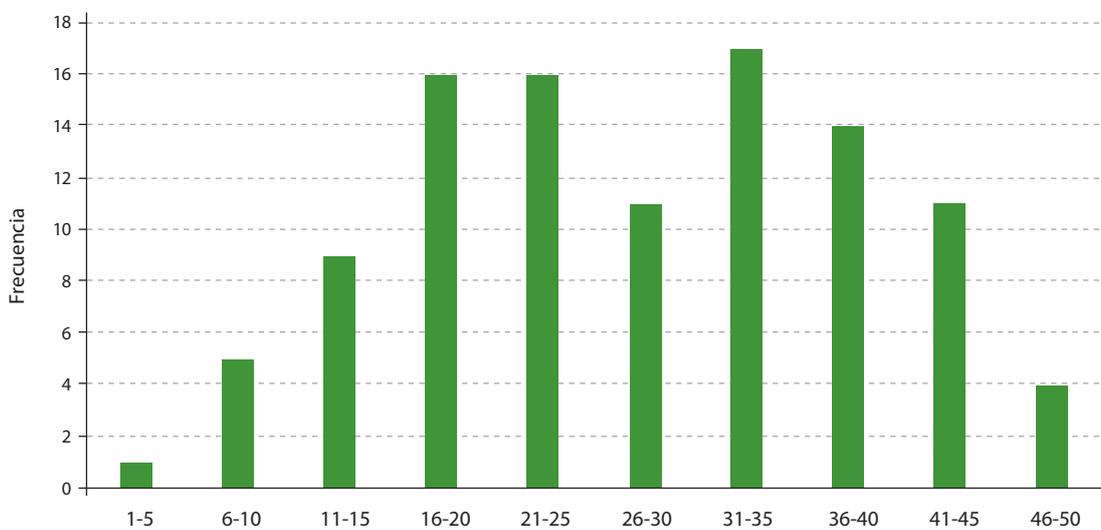
De las 105 empresas evaluadas, 32 obtienen la máxima puntuación en este apartado entre las que destacan algunas como ECOPETROL, ISA e ISAGEN (Colombia); Banco do Brasil, BNDES y COPEL (Brasil); BICE (Argentina); y, Fondo Mivivienda y COFIDE (Perú). Cabe destacar que 24 de estas 32 empresas poseen participaciones privadas, e incluye a todas las EPE listadas. En contraposición, cabe reseñar la relativamente extendida práctica de otorgar beneficios especiales a las EPE, donde resaltan las rebajas tributarias obtenidas por empresas como ENARSA (Argentina), YPFB (Bolivia), INFONAVIT (México), la Autoridad del Canal de Panamá (Panamá); y AFE, ANV, BHU, UTE y Banco de Seguros del Estado (Uruguay). De igual manera, es

GRÁFICO 7. DISTRIBUCIÓN DE RESULTADOS INDIVIDUALES DEL ÍNDICE DE TRANSPARENCIA DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EPE



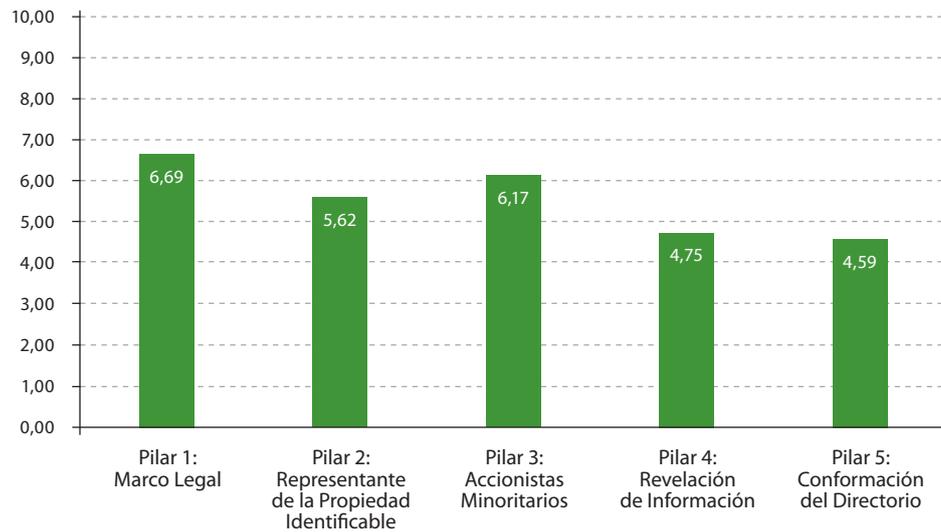
Fuente: Elaboración propia

GRÁFICO 8. DISTRIBUCIÓN DE RESULTADOS DEL ÍNDICE DE TRANSPARENCIA DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EPE SEGÚN GRUPOS



Fuente: Elaboración propia

GRÁFICO 9. ÍNDICE DE TRANSPARENCIA DE GOBIERNO CORPORATIVO DE EPE POR PILARES



Fuente: Elaboración propia

destacable la práctica de revelar las leyes de creación de las EPE, aun cuando queda pendiente la publicación de los estatutos orgánicos y otras legislaciones relevantes, lo que implica que no se revelen algunos de los datos determinantes para el análisis del gobierno corporativo de las mismas. En particular, falta información sobre uno de los organismos rectores de mayor relevancia: el Directorio.

El segundo pilar se refiere a la claridad en identificar al representante de la propiedad. Este obtiene una puntuación promedio de 5,62, pues en el 68% de los casos el propietario es identificable, pero únicamente para 45% de las empresas la propiedad está concentrada en un ente especializado para ejercer la propiedad. Los resultados indican que el problema tiene dos aristas: primero, en muchos casos la propiedad está definida de forma ambigua en “el Estado”; y segundo, en muchos de aquellos casos donde sí se identifica un dueño específico, suele señalarse a diferentes niveles del gobierno como el representante de la propiedad, pero sin clarificar qué órgano administrativo específico es el encargado de ejecutar las acciones que le corresponde como propietario, por lo que la ambigüedad en la designación de los derechos de propiedad se mantiene.

Para evitar estos problemas, una alternativa es crear organismos que concentren la gestión de las empresas del Estado, tal como ocurre en el caso de la Corporación FONAFE en Perú. Ésta es una empresa de Derecho Público creada en 1999 con el objeto de concentrar la propiedad y gestión de las empresas del Estado peruano. Este es un ejemplo de cómo una Unidad de Control de la Propiedad (UCP) permite ejercer de forma profesional la propiedad de estas

empresas, contribuyendo a la creación de valor corporativo. Esta figura permite la adopción y fortalecimiento de buenas prácticas de gobierno corporativo en las EPE de Perú como la definición de directrices y lineamientos de gestión, así como ciertos requerimientos de transparencia (CAF, 2012)

Por su parte, la presencia y trato equitativo a los accionistas minoritarios, evaluado por el tercer pilar, obtiene una puntuación promedio de 6,17. Debe tenerse en cuenta que del total de EPE en la muestra, solo el 29% contaba con accionistas minoritarios. De las EPE que cuentan con accionistas minoritarios, el 97% revela el porcentaje de propiedad de cada uno, pero tan sólo 8 empresas, todas ellas mixtas y 6 listadas, publican los derechos y obligaciones de sus accionistas minoritarios. Es destacable que de estas 8 empresas –Ecopetrol, ISA, ISAGEN, Banco do Brasil, Bancoldex, COPEL, Banrisul y Banco Agrario– seis se ubican sobre el percentil 90 de nuestra escala de Transparencia de Gobierno Corporativo.

Los temas de transparencia en la revelación de información también presentan amplios espacios para mejorar, pues en el cuarto pilar las EPE evaluadas obtienen un puntaje promedio de 4,75, con lo cual se observa que cumplen con menos de la mitad de las condiciones evaluadas. Adicionalmente, sólo PEMEX (México), que atraviesa un proceso de reestructuración y apertura, logra cumplir todos los requerimientos de revelación de información. Otras 5 empresas alcanzan 9 puntos en este apartado: ISA, Grupo de Empresas Públicas de Medellín y Empresa de Energía de Bogotá (Colombia); Petrobras (Brasil); y, Petroperú (Perú), siendo llamativo que únicamente ISA, Petrobras y Empresa de Energía de Bogotá se encuentran listadas.

En este sentido, si bien es cierto que 9 de cada 10 empresas ofrecen mecanismos de comunicación con sus usuarios a través de números telefónicos o sus páginas web, otros aspectos quizás de mayor relevancia quedan menos atendidos. A pesar del tamaño y la importancia de las EPE analizadas, únicamente el 62% son auditadas de forma anual por firmas independientes, mientras que el 70% publican sus informes de gestión. De igual forma, el 65% publica sus estados financieros con notas y el 39% facilita otros informes de gestión como sustentabilidad o impacto ambiental. Por otro lado, en otros aspectos los resultados están por debajo del 30% de cumplimiento: únicamente el 30% publica sus planes estratégicos y el 25% sus códigos de gobierno corporativo; así mismo, solo el 25% emplea normas contables internacionales que permitan comparaciones con empresas homólogas, mientras que el 9% cuenta, para la presentación de sus resultados, con reglamentos específicos sobre los indicadores de gestión que aplica.

Por último, los resultados del pilar de la conformación del Directorio permiten identificar ciertos elementos que pudieran reformarse, de manera que éste pueda funcionar como un órgano colegiado, efectivo y que cumpla las funciones de planificación y direccionamiento estratégico de la gestión que las EPE requieren. En este pilar, las empresas evaluadas obtuvieron una puntuación promedio de 4,58 y ninguna alcanzó el total de condiciones requeridas. La

empresa mejor ubicada en este pilar es Petroperú con 9,58 puntos; otras como Ecopetrol, COPEL, ELETROBRAS y Autoridad del Canal de Panamá también obtuvieron puntuaciones elevadas de 9,17 puntos.

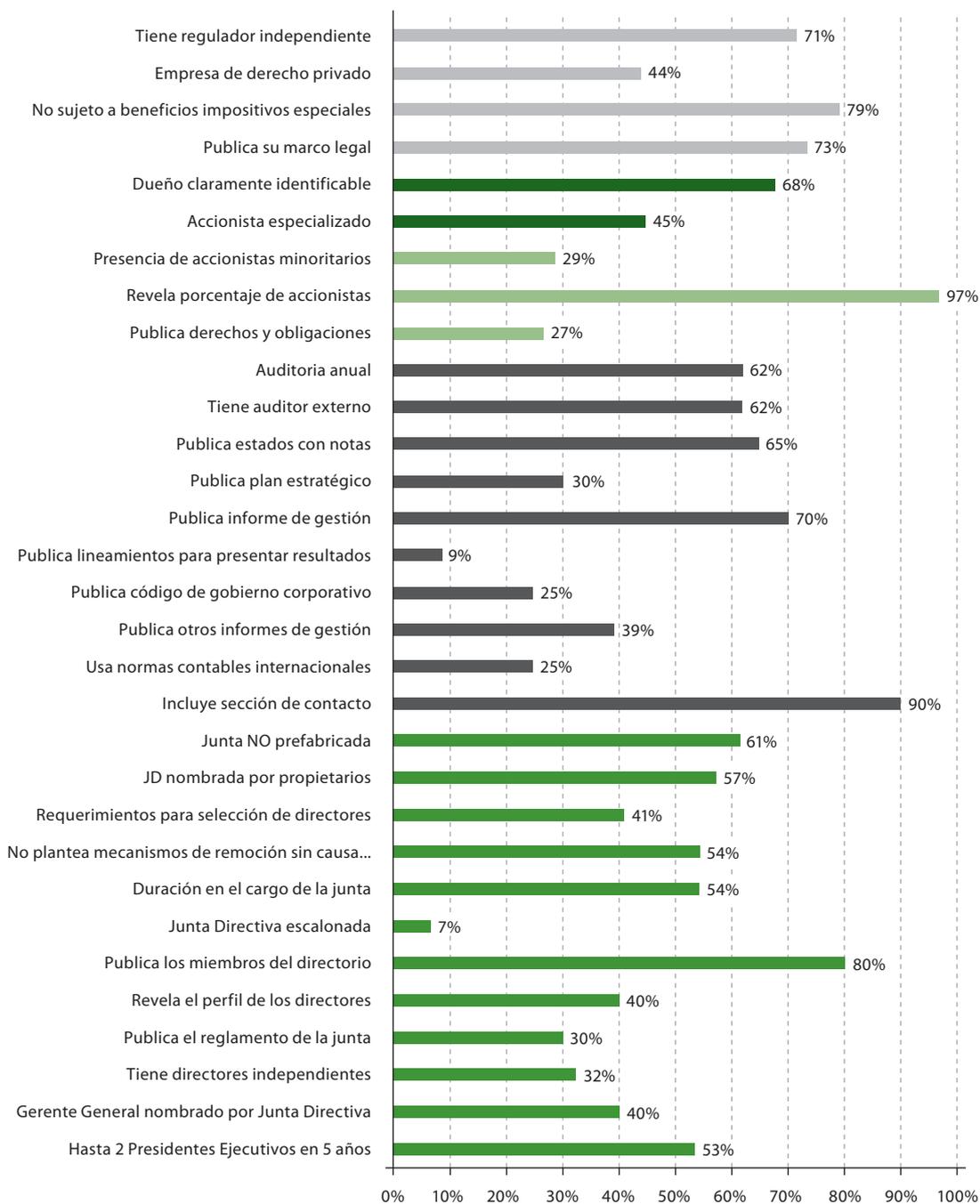
Al detallar los elementos evaluados, se obtiene que el Directorio no está prefabricado en el 61% de los casos; es decir, que las leyes bajo las cuales se rigen no definen automáticamente a los funcionarios públicos que ocuparán los asientos del Directorio, esto en función a los cargos que desempeñan en la organización del Estado. Por otro lado se observa que en el 57% de los casos, el Directorio es nombrado por los representantes de la propiedad. En los casos donde existe Asamblea de Accionistas, ésta debe ser la encargada de designar a los directores, pero en caso contrario, el ente sub-nacional o ministerio propietario debe ser el encargado de dicha tarea. Sin embargo, siguen siendo abundantes los casos donde los directores son nombrados directamente por el Presidente de la República o, estos puestos, en muchos casos por la propia normativa, son ocupados directamente por los titulares de algunos ministerios asociados. Igualmente, sólo el 31% de las empresas tiene alguna porción de directores independientes, existiendo casos donde su representación está asociada a un porcentaje específico señalado en los Estatutos Sociales desde 1 de 7 directores en el caso de Banco Estado (Chile) hasta tanto como 7 de los 9 directores de COPEL (Brasil).

Adicionalmente, el 41% de los casos exige una serie de requisitos que garanticen un perfil adecuado para estos cargos, incluyendo educación formal, conocimientos y experiencia en el área de negocios, requerimientos de ciudadanía y pulcritud moral, así como otros factores de liderazgo y capacidades gerenciales. Por otra parte, mientras que el 54% no plantea mecanismos de remoción sin causas justificadas, otro 54% de las empresas sí establece un período específico para los directores.

Adicionalmente, únicamente el 7% de las EPE tienen un Directorio de nombramiento escalonado que permita separar el ciclo electoral de selección de autoridades políticas del ciclo de selección de directores, fortaleciendo la independencia del Directorio y, por ende, de la EPE. Este es el caso de YPF, YPFB, Petroperú, CODELCO, PEMEX, ENDE y la Autoridad del Canal de Panamá. El caso del Canal de Panamá puede resultar ilustrativo: desde su reorganización bajo el mandato del Estado panameño en 1997, se decidió constituir un Directorio compuesto de nueve directores que cumplen un período de 9 años cada uno, pero donde se deben renovar tres de los directores cada 3 años⁶ (CAF, 2012). Como consecuencia, la elección de los nuevos miembros no coincide con los eventos electorales de Panamá, lo que garantiza mayor estabilidad en la gestión de uno de los negocios estratégicos de la nación centroamericana. También se considera importante revelar los nombres de los miembros que conforman el Directorio, así como sus perfiles. Esto ocurre en el 80 y 40% de los casos, respectivamente. En

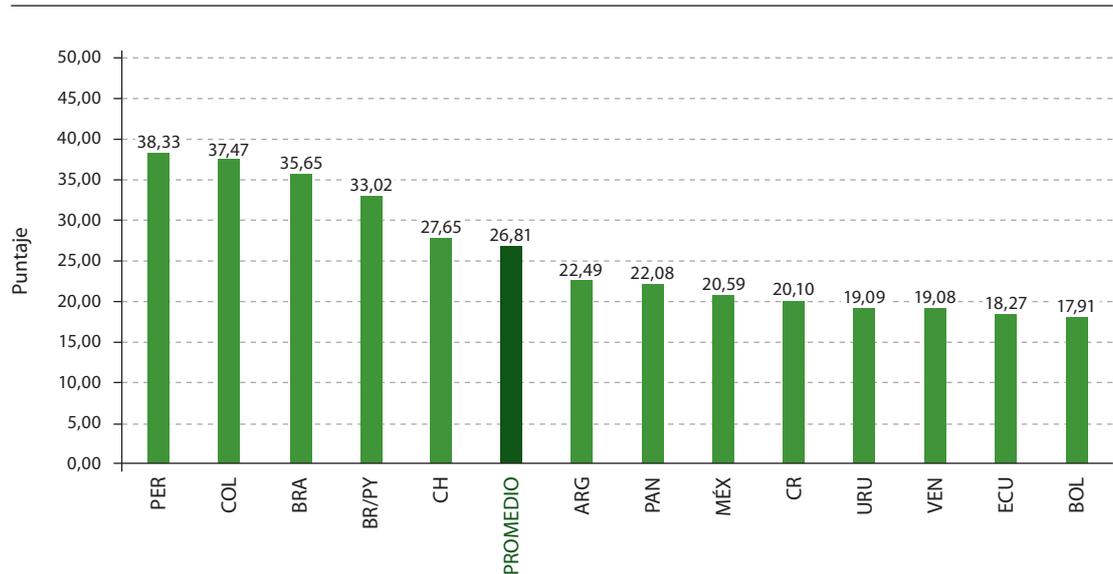
⁶ En 1997, cuando se llevó a cabo el proceso de reforma se eligieron tres directores con un período de 3 años, otros tres para un plazo de 6 años y los últimos tres cumplirían un mandato completo de 9 años como miembros del Directorio.

GRÁFICO 10. ÍNDICE DE TRANSPARENCIA DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EPE POR ÍTEM



Fuente: Elaboración propia

GRÁFICO 11. ÍNDICE DE TRANSPARENCIA DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EPE POR PAÍS



Fuente: Elaboración propia

relación al papel del Gerente General (o Presidente Ejecutivo), se esperaba que fuese nombrado por el Directorio y ello se da en el 40% de las ocasiones, siendo más común una designación directa del Presidente de la República. Finalmente, aun cuando es deseable contar con cierta estabilidad en los cargos gerenciales para garantizar tiempo suficiente para implementar los cambios y políticas requeridos para el buen funcionamiento de las EPE, se observa que en más de la mitad de los casos o bien no se posee información al respecto o se evidencia una alta rotación, con tres o más individuos ocupando el cargo de gerente general de la empresa en periodos de menos de 5 años.

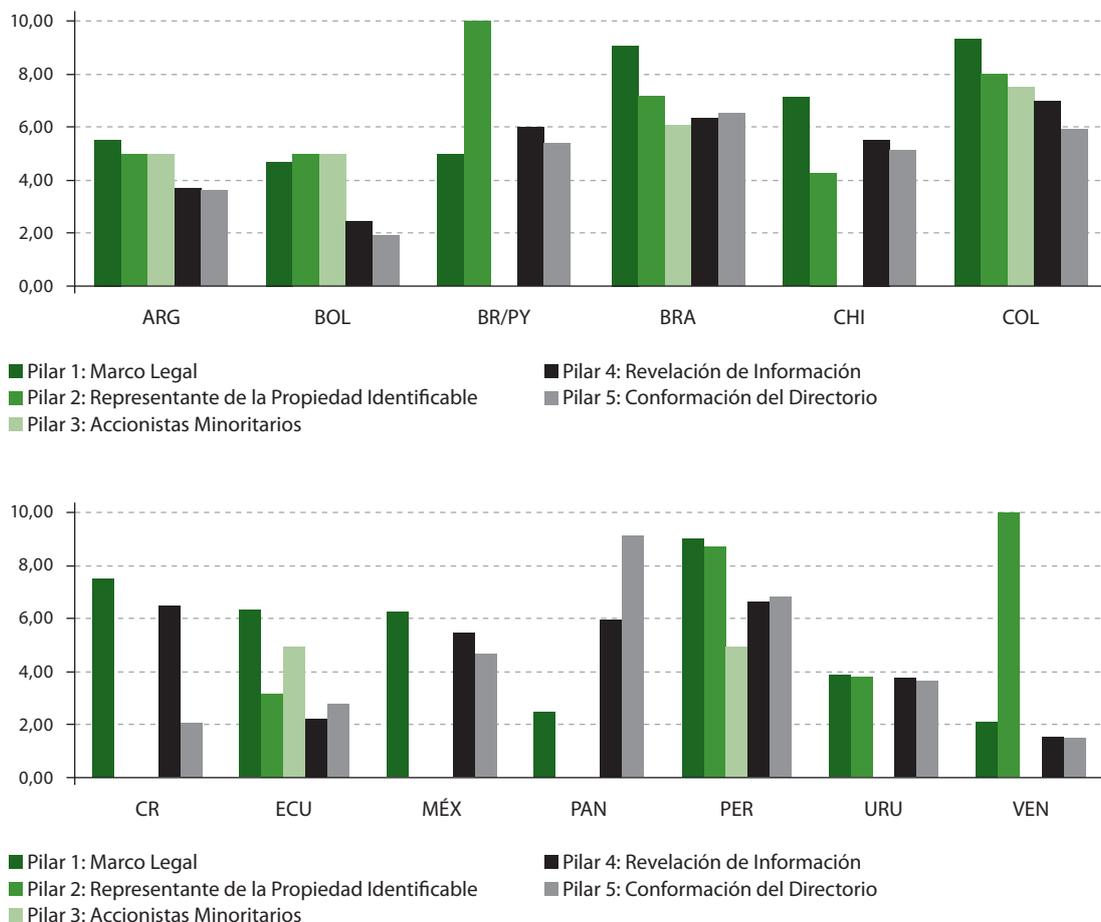
Los resultados individuales de cada ítem evaluado pueden ser consultados en el gráfico 10.

Tendencias por país

En la medida que no se han analizado todas las EPEs que operan en cada uno de los países incluidos en el estudio, no es posible generalizar los resultados por país; sin embargo, dado que la muestra es significativa los mismos pueden considerarse como una buena aproximación.

Entre los países analizados en la muestra, las EPE de Perú, Colombia y Brasil lideran la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo con puntajes promedio de 38,33, 37,47 y 35,65, respectivamente, resultados mucho mayores que la puntuación promedio obtenida por las EPE de Uruguay, Venezuela, Ecuador y Bolivia (ver gráfico 11).

GRÁFICO 12. ÍNDICE DE TRANSPARENCIA DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EPE SEGÚN PAÍS Y PILAR



Fuente: Elaboración propia

De igual forma, según el gráfico 12, se observan diferencias también al comparar individualmente cada uno de los pilares que componen el índice. Respecto al primer pilar, asociado al marco regulatorio, Colombia, Brasil y Perú se destacan con más de 9 puntos, mientras que en el otro extremo, Panamá y Venezuela alcanzan sólo 2,5 puntos y 2,14, respectivamente. Sin embargo, para el segundo pilar esta relación cambia notablemente ya que todas las EPE de Venezuela tienen un representante de la propiedad identificable y especializado, por lo que obtiene 10 puntos en este apartado. Esto también ocurre en el caso del consorcio Brasilero-Paraguayo (BR/PY en el gráfico) encargado de la generación eléctrica en Itaipú. Con respecto al tercer pilar, en Brasil, Colombia, Argentina, Perú, Bolivia y Ecuador

existe algún tipo de participación minoritaria, pero el trato a estos accionistas sugiere ser mejor en las EPE de Colombia, que obtienen las puntuaciones más altas en este segmento: 7,50 puntos. De hecho, Colombia ha sido considerada como uno de los ejemplos de buenas prácticas de gobierno corporativo en América Latina por sus múltiples esfuerzos en áreas como el trato a los accionistas minoritarios o el involucramiento de otros *stakeholders* relevantes para la gestión de estas empresas (Lehuedé, 2013).

Con respecto al pilar vinculado a la transparencia y revelación de información, existen importantes contrastes. En un extremo, las empresas de Colombia obtienen un puntaje de 7,00, mientras que en el otro, las EPE venezolanas tienen una puntuación promedio de 1,57 puntos. Las empresas de Perú, Costa Rica, Brasil, Panamá, Chile y México muestran rendimientos superiores al promedio regional (4,75 puntos), pero que todavía distan de ser un nivel alto. En muchos de estos países existen legislaciones orientadas a promover la revelación de información. Sin embargo, se debe recalcar que esto debe estar acompañado de la voluntad efectiva de los organismos designados para hacer cumplir estas legislaciones.

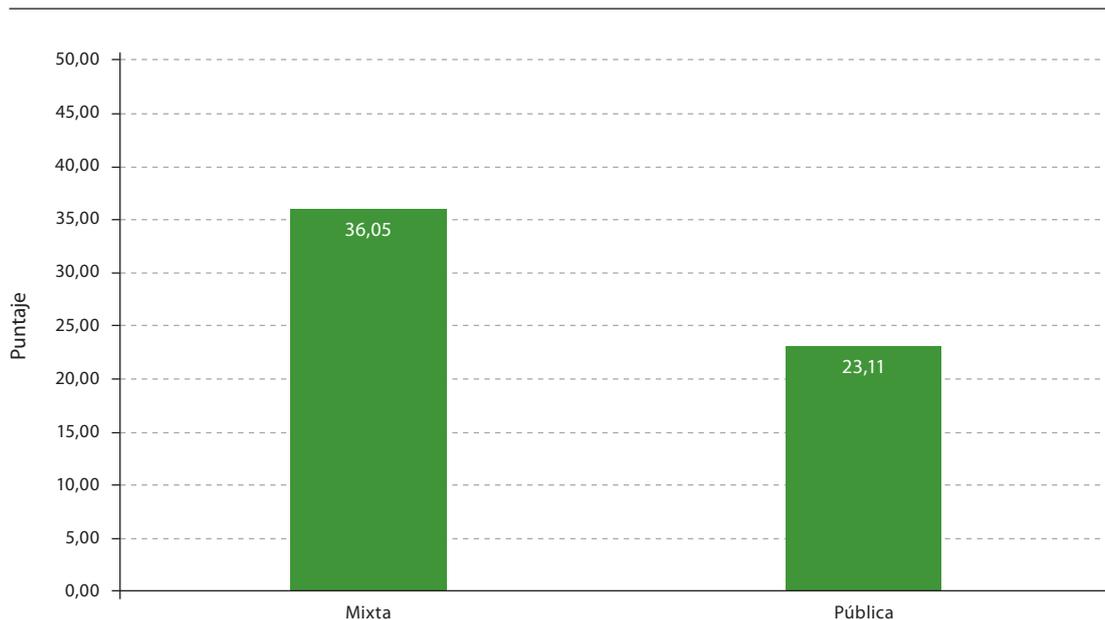
Por último, el indicador de la conformación del Directorio presenta resultados bajos en la mayoría de países, siendo las empresas de Panamá (con 9,17 puntos) y Brasil (6,56) las que obtienen las puntuaciones más elevadas. Las EPE de Perú, Colombia y Chile cumplen al menos con la mitad de los criterios que se consideran deseables en este apartado. En contraposición, las EPE de Venezuela y Bolivia presentan puntuaciones que no alcanzan 2 puntos en la escala. Este punto es de especial preocupación por el rol determinante que posee el Directorio como ente colegiado encargado de la planificación y desarrollo de directrices de gestión para las EPE.

Tendencias según tipo de propiedad

En algunos países existen EPE que han abierto su estructura de financiamiento a terceros, ya sea incorporando directamente a accionistas minoritarios o a través de emisiones de acciones en Bolsas de Valores. Este tipo de estructura, que busca y permite contar con recursos financieros adicionales sin perder el control estatal de la empresa, puede llegar a funcionar como un mecanismo para mejorar la gestión de gobierno corporativo, pues al listar empresas en bolsa se introduce la rigurosidad del mercado de valores en lo que respecta a la rendición de cuentas y transparencia de la información, además de obligar a las EPE a ceñirse a la regulación respectiva.

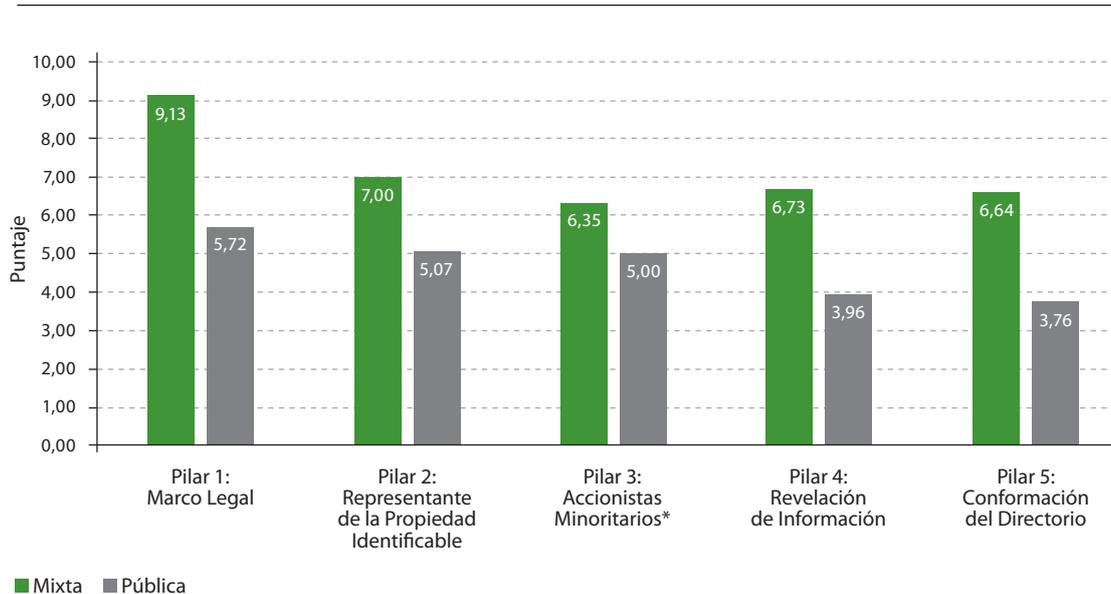
Los gobiernos también pueden tener otras razones para incluir a otros accionistas privados, entre las que destaca proteger parcialmente la gestión de las empresas de presiones políticas futuras. De la misma manera, algunas de las reformas de gobierno corporativo, cuando los gobiernos lo consideren como una política de Estado, pueden ejecutarse como un paso previo a los procesos de privatización parcial en aras de aumentar los recursos que recibirá el Estado. Sin embargo, dichas reformas no deben considerarse como instrumentos exclusivamente dirigidos a apoyar los procesos de privatización. Los resultados de la muestra apuntan en esta

GRÁFICO 13. ÍNDICE DE TRANSPARENCIA DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EPE SEGÚN TIPO DE PROPIEDAD



Fuente: Elaboración propia

GRÁFICO 14. ÍNDICE DE TRANSPARENCIA DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EPE SEGÚN TIPO DE PROPIEDAD POR PILAR



Fuente: Elaboración propia. Nota: (*) señala que solo se incluyen los casos donde existen accionistas minoritarios

dirección, ya que las empresas de propiedad mixta presentan índices de gobierno corporativo mayores que las empresas de propiedad plenamente estatal: 36,05 respecto a 23,11 puntos, tal como se observa en el gráfico 13 y el anexo 2. Sin embargo debe entenderse que, por la naturaleza de las EPE, no a todas ellas hace sentido abrir su estructura de propiedad a terceros, especialmente las creadas con objetivos de política pública.

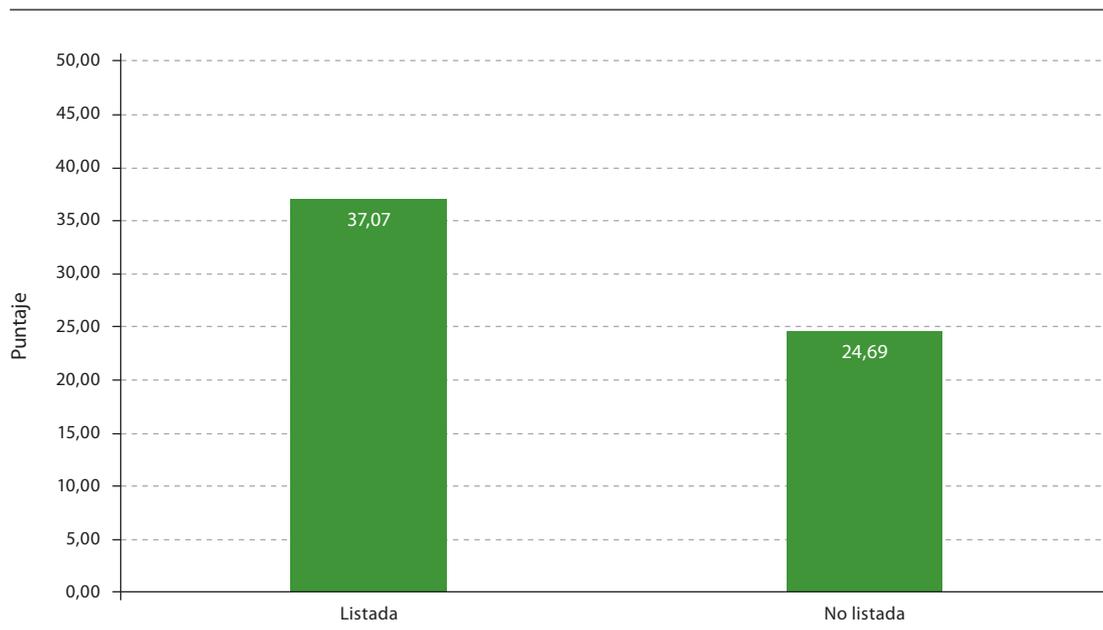
Al analizar de manera individual cada uno de los pilares (ver gráfico 14 y anexo 2), se revelan diferencias igualmente significativas. En el caso del marco legal, las empresas de propiedad compartida obtienen 9,13 puntos en comparación a los 5,72 de las enteramente públicas. En el segundo pilar, las empresas mixtas obtienen 7 puntos en el apartado de poseer un dueño estatal identificable y especializado, mientras que las públicas alcanzan 5,07 puntos. El tercer pilar, sobre la existencia y trato de los accionistas minoritarios, también refleja un mejor funcionamiento en las empresas mixtas: 6,35 puntos en el caso de las mixtas contra 5 puntos para las completamente estatales. Por otra parte, con respecto al pilar 4, se observa una gestión bastante más transparente en el caso de las empresas mixtas, ya que en el apartado de revelación de información obtienen 6,73 puntos en comparación a las totalmente estatales que alcanzan únicamente 3,96 puntos en este segmento. Claramente, el incluir accionistas privados obliga a las EPE a mejorar sus criterios de revelación de información. Finalmente, el quinto pilar reservado para la conformación del Directorio ofrece resultados similares a los anteriores, ya que la participación de inversionistas privados parece estar acompañada de un mejor funcionamiento del Directorio como sugieren un desempeño de 6,64 puntos respecto a los 3,76 puntos acumulados en caso contrario.

Tendencias de empresas listadas y no listadas

Así como en el caso anterior, tal como se podría asumir, las empresas listadas en los mercados de valores muestran una mejor transparencia en su gobierno corporativo *vis-a-vis* las empresas de propiedad cerrada, entre otras razones porque las primeras están sujetas a un proceso de monitoreo y regulación más estricto por parte de los inversionistas, calificadoras de riesgo y agencias reguladoras. En este sentido, las empresas listadas obtienen una puntuación promedio de 37,07, mientras que aquellas no listadas en alguna bolsa de valores, sea local o internacional, alcanzan en promedio 24,69 puntos (ver gráfico 15).

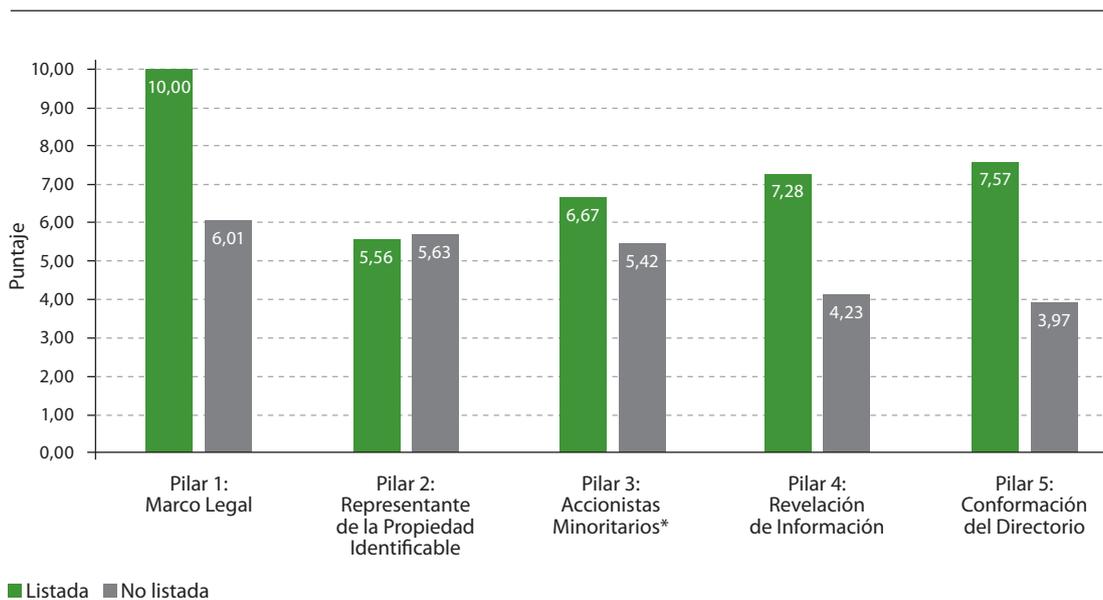
Los detalles de cada uno de los pilares se ofrecen en el gráfico 16 y anexo 2. En cuanto al marco legal, las empresas listadas cumplen con todos los requerimientos establecidos por la herramienta de evaluación, por lo que alcanzan 10 puntos. En contraste, las de propiedad cerrada no superan los 6,01 puntos, en promedio. Con respecto a la posibilidad de tener un representante identificable y especializado de la propiedad, la diferencia es menor que en otros pilares del gobierno corporativo: 5,56 para las listadas frente a 5,63 puntos, en las no listadas. En el tercer pilar, tal como se esperaba, las empresas listadas ofrecen un trato más equitativo a sus accionistas minoritarios pues obtienen un puntaje de 6,67 puntos en contraste

GRÁFICO 15. ÍNDICE DE TRANSPARENCIA DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EPE SEGÚN PARTICIPACIÓN EN BOLSAS DE VALORES



Fuente: Elaboración propia

GRÁFICO 16. ÍNDICE DE TRANSPARENCIA DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EPE SEGÚN PARTICIPACIÓN EN BOLSAS DE VALORES POR PILAR



Fuente: Elaboración propia. Nota: (*) señala que solo se incluyen los casos donde existen accionistas minoritarios

al 5,42 que obtienen las no listadas que tienen una participación minoritaria, sean públicos o privados. Respecto al cuarto pilar, referido a la transparencia en la revelación de información, también se observa una diferencia significativa, pues las empresas listadas ofrecen una serie de instrumentos de evaluación de su gestión, que les otorga 7,28 puntos en comparación a los 4,23 de las que no están listadas. Por último, el quinto pilar, asociado a la conformación del Directorio, también revela diferencias notorias entre ambos esquemas ya que las empresas listadas acumulan en promedio 7,57 puntos en comparación a los 3,97 puntos de aquellas que no están listadas en ninguna bolsa de valores.

Tendencias según emisión de bonos

Aunque el nivel de desarrollo de los mercados financieros de la región es limitado, muchas de las empresas de propiedad estatal de América Latina han incursionado en los mercados de capitales a través de colocaciones de deuda como un mecanismo alternativo para obtener fondos. De hecho, el 43% de las empresas incluidas en la muestra se financian a través de mecanismos de renta fija tanto locales como internacionales.

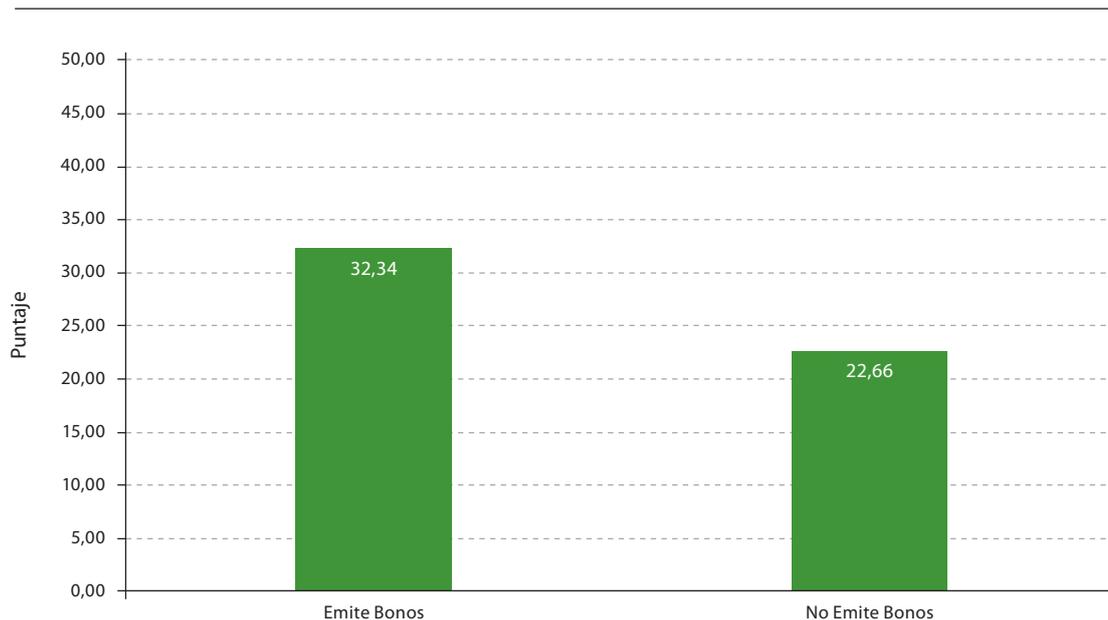
Esta tendencia es relevante no solo por su extendido uso, sino también por las elevadas cifras que se manejan. Por ejemplo, entre PEMEX, Petrobras, PDVSA, Banco do Brasil y CODELCO adeudan bonos por más de 180 millardos de dólares. El 57% de la deuda de las EPE latinoamericanas obtiene calificaciones entre BBB+ y BBB-, mientras que el 29% ha caído en las categorías de no-inversión o *bonos basura* donde destaca el caso de la deuda de PDVSA que recibió una calificación de CCC en diciembre de 2014.

Adicionalmente, participar en los mercados de bonos es de especial relevancia para el estudio de las EPE porque puede contribuir a incluir nuevas restricciones y requerimientos favorables para su gobierno corporativo, y por ende, sus resultados operativos. Núñez y Oneto (2012, 2014) plantean que prácticas insatisfactorias del gobierno corporativo de las empresas pueden desincentivar la ampliación de los mercados de capitales. Por el contrario, el cumplimiento de ciertas normas de gobernanza contribuye a mejorar los perfiles de riesgo de las empresas, reducir el costo de sus emisiones, además de convertirse en un elemento de peso para estructurar las relaciones entre los diferentes grupos de interés, y entre ellos, los tenedores de bonos.

Este impacto favorable ocurre ya que estas empresas están sujetas a un monitoreo más estricto por parte de los inversionistas y calificadoras de riesgo⁷. En este sentido, tal como cabría esperar, aquellas empresas que emiten bonos de deuda obtienen mejores resultados en el índice de transparencia de gobierno corporativo que aquellas que no lo hacen: 32,34 y 22,66 puntos (ver gráfico 17).

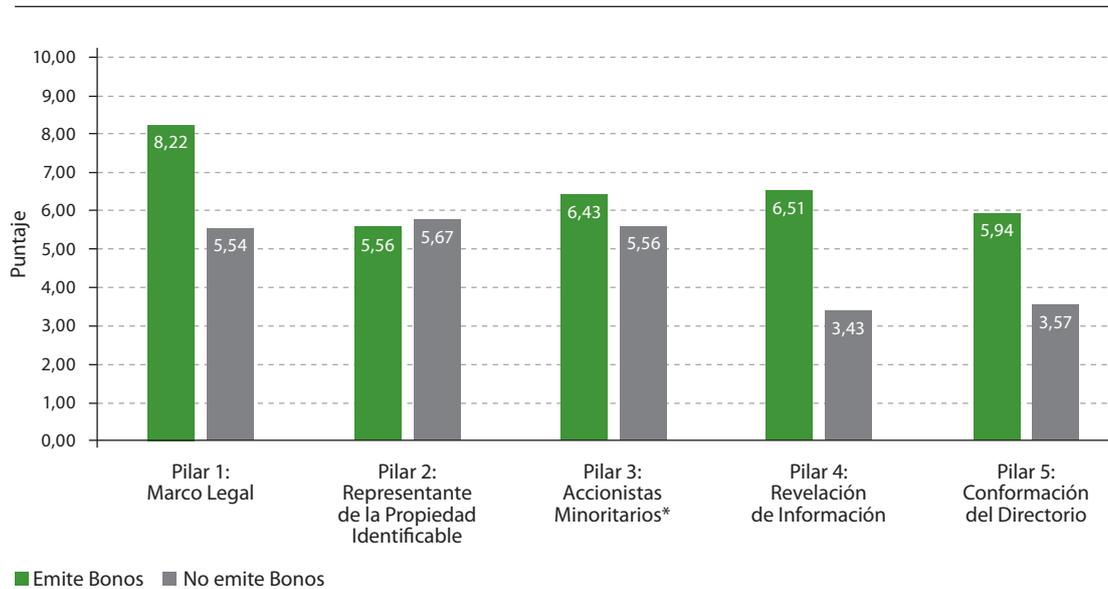
⁷ Para un estudio detallado de cómo las buenas prácticas de Gobierno Corporativo pueden impactar los costos de financiamiento de las empresas en regiones en desarrollo ver Avendaño y Nieto-Parra (2014).

GRÁFICO 17. ÍNDICE DE TRANSPARENCIA DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EPE SEGÚN EMISIÓN DE BONOS



Fuente: Elaboración propia

GRÁFICO 18. ÍNDICE DE TRANSPARENCIA DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EPE SEGÚN EMISIÓN DE BONOS POR PILAR



Fuente: Elaboración propia. Nota: (*) señala que solo se incluyen los casos donde existen accionistas minoritarios

En cuanto a los subíndices, los detalles de cada uno de los pilares se pueden consultar en el gráfico 18 y el anexo 2. En cuanto al marco legal y regulatorio, las empresas que emiten bonos obtienen 8,22 puntos en comparación a los 5,54 de aquellas que no lo hacen. En contraste, llama la atención que las empresas que no participan en los mercados de renta fija alcanzan un puntaje superior en el segundo pilar, relativo a la presencia de un representante identificable de la propiedad: 5,67 puntos, en comparación a los 5,56 obtenidos por las que emiten bonos. En lo referido al trato equitativo de accionistas minoritarios, las empresas que ofrecen su deuda en los mercados locales e internacionales cumplen más del 60% de los requerimientos por lo que alcanzan una puntuación de 6,43 puntos en comparación a los 5,56 puntos de las que no emiten bonos. El cuarto pilar, por su parte, revela una diferencia notable pues las empresas que sí emiten bonos obtienen una puntuación casi dos veces mayor que las que no lo hacen: 6,51 puntos en contraste con 3,43 puntos. Esta importante diferencia en la transparencia podría ser atribuible a las mayores exigencias de revelación de información que exigen los inversionistas y agencia calificadoras de riesgo. Por último, en el pilar de la conformación del Directorio, las empresas que participan en los mercados de renta fija obtienen 5,94 puntos contra la baja calificación de 3,57 puntos de aquellas que no lo hacen.

Conclusiones

En América Latina, así como en otras regiones del mundo, las EPE siguen teniendo un peso importante tanto en lo económico como en lo social y continúan siendo una herramienta muy empleada para la ejecución de políticas públicas. Para cumplir con sus mandatos, las EPE se enfrentan a una diversidad de factores que pueden afectar su gestión, por lo que los resultados en cuanto a desempeño son muy variados. Diversos estudios han señalado la relevancia de realizar reformas del gobierno corporativo de las EPE, como un mecanismo para minimizar los potenciales conflictos de interés y poder cumplir con los mandatos para los cuales fueron creadas.

Aun cuando no podemos generalizar los resultados del estudio a todo el universo de EPE que operan en Latinoamérica, el mismo nos da una referencia de la situación del gobierno corporativo de estas entidades en la región. En primer lugar, las empresas deberían ofrecer información pertinente, actualizada y oportuna para permitir un monitoreo efectivo de su gestión por parte de inversionistas, usuarios, ciudadanos y otros *stakeholders* relevantes. Esto no está sucediendo en el caso de las EPE en América Latina, pues si analizamos los resultados de la muestra, con base en los criterios evaluados, las EPE obtienen 4,75 sobre 10 puntos en el subíndice correspondiente a la transparencia en la revelación de información. Las empresas de plena propiedad estatal obtienen puntajes incluso menores. A nivel de la comparación por países también se observan diferencias, pues mientras Colombia, Perú y Costa Rica obtienen un promedio de más de 6,5 puntos para sus EPE, las empresas venezolanas apenas llegan a 2 puntos en la escala, sugiriendo diferencias en el contexto institucional que puede llegar a mermar el compromiso de revelar información. En este sentido, las leyes de transparencia de la gestión estatal introducidas en países como Brasil, Colombia y Perú pueden haber contribuido a reforzar las buenas prácticas de gobierno corporativo de estos países que además presentan los valores más altos de nuestro indicador.

En segundo lugar, los resultados manifiestan fallas en los mecanismos de conformación del Directorio. Este tema es de especial relevancia, ya que el Directorio cumple un rol clave como órgano colegiado de gobierno, a través del cual se define la estrategia de largo plazo que ejecutará la alta gerencia, siempre sobre la base del mandato bajo el cual fue creada la EPE, así como hacer un seguimiento activo y periódico en la ejecución de la misma. Para cumplir con sus funciones, el Directorio debe ser independiente, estar protegido de presiones políticas y contar con un adecuado balance de habilidades y experiencia que le permita cumplir con sus objetivos económicos y sociales, sin arriesgar la sustentabilidad de la empresa en el tiempo. Lamentablemente, esta no es la imagen que se observa en nuestra medida de Transparencia de Gobierno Corporativo con una puntuación promedio de tan solo 4,58 para el pilar del

Directorio, donde todavía se evidencian prácticas de nombramiento del Directorio basadas más en criterios políticos que técnicos, la existencia de un reducido número de directores independientes y una alta rotación de la alta gerencia en sus cargos, entre otros tópicos.

Los pilares de marco legal y existencia de un representante de la propiedad identificable y especializado también presentan fallas, pero de menor magnitud que los señalados en el punto previo. Por último, el caso de existencia y trato equitativo de accionistas minoritarios merece una acotación especial. Si bien es cierto que el dueño estatal mayoritario no debe ejercer una posición de dominio desproporcionado sobre otros accionistas minoritarios, sean estos privados o públicos, ocurre que no solo la proporción de los mismos es reducida en la muestra, sino que tan sólo ocho empresas ofrecen públicamente mecanismos de protección al divulgar las obligaciones y derechos de sus accionistas minoritarios. Estas empresas se encuentran entre las mejor calificadas en nuestro índice de Transparencia de Gobierno Corporativo.

Por otro lado, los resultados también revelan que la presencia de accionistas minoritarios privados (y especialmente cuando están listadas en bolsas de valores) puede convertirse en un mecanismo adecuado para impulsar algunas reformas de gobierno corporativo en las EPE: las empresas mixtas tienen mejores prácticas de gobierno corporativo, en promedio, en cada uno de los factores estudiados por el índice, y estos resultados son incluso superiores al evaluar a las empresas que se encuentran listadas en bolsas de valores locales o internacionales. Estos resultados ofrecen indicios sobre algunos de los potenciales efectos que puede tener listar algunas de las EPE de América Latina: funciona como un mecanismo para aumentar la credibilidad del gobierno que ejecuta las reformas, permite aumentar los recursos disponibles para ejecutar los proyectos deseados o para reducir las contribuciones del Estado, y facilita la introducción de reformas de gobierno corporativo conducentes a una gestión más eficiente pero sin minar la capacidad del Estado de mantener el dominio de la gestión de la empresa y su orientación hacia la creación de valor social y económico, según haya sido reflejado en el mandato bajo el cual se constituyó la EPE. De igual manera, emitir bonos en los mercados de valores locales e internacionales también está asociado a mejores prácticas de transparencia del gobierno corporativo de las EPE, aunque estos resultados no tengan los mismos efectos que la inclusión directa de terceros en las estructuras de propiedad de las EPE.

En cualquier caso, en la medida que el gobierno corporativo contribuye a mejorar la gestión de las EPE, es recomendable que los gobiernos de América Latina introduzcan reformas que les permitan, entre otras cosas: i) fortalecer los mecanismos de toma de decisiones al delinear claramente los objetivos estratégicos a ser perseguidos; ii) garantizar la revelación de información pertinente y comparable para una evaluación efectiva de la gestión de las EPE; iii) asegurar la contratación y mantenimiento de personal técnico suficientemente capacitado para los diferentes cargos directivos y gerenciales de la empresas; iv) limitar la injerencia del Estado en tareas que puedan comprometer la gestión de la empresa, por lo que dicha

participación debe ser restringida a aquellas prerrogativas que le confiere su carácter de propietario; v) homogeneizar el marco regulatorio e impositivo al que están sujetas las empresas para evitar situaciones anticompetitivas frente a empresas del sector privado; y, vi) considerar la inclusión de capitales privados como un mecanismo dual para mejorar la gobernanza y el monitoreo de las EPE, así como aumentar los recursos disponibles para cumplir con los objetivos de la EPE y el Estado, en caso de que el gobierno lo considere como una política de Estado.

El índice de Transparencia de Gobierno Corporativo planteado en el presente documento busca constituirse en un primer paso para el análisis de las tendencias de gobierno corporativo para las EPE, pues aunque está limitado a la utilización de información pública, ésta es de gran valor para explicar la voluntad de los diferentes gobiernos para instaurar y afianzar las buenas prácticas en la gestión de las EPE de la región. En un contexto donde se puede esperar que las EPE sigan teniendo gran relevancia en las esferas económica y social de los países de América Latina, se deben mantener los esfuerzos dirigidos a entender las posibles deficiencias de estos jugadores clave, de manera de poder incluir en la agenda de políticas públicas de la región las reformas conducentes a asegurar un gobierno corporativo más eficiente y transparente. Finalmente invitamos a las EPE de la región a que mejoren sus mecanismos de transparencia y reporte de la información, de manera que se genere una cultura del buen gobierno corporativo que alinee la aplicación de dichas prácticas con la publicación de las mismas.

Bibliografía

AIVAZIAN, VAROUJ; GE, YING y JIAPING QIU (2005). Can corporatization improve the performance of state-owned enterprises even without privatization? *Journal of Corporate Finance* 11 (5): 791-808

ANDRÉS, JULIO ALBERTO; GUASCH, JOSÉ LUIS y SEBASTIAN LÓPEZ AZUMENDI (2011) Governance in State-Owned Enterprises Revisited. The Cases of Water and Electricity in Latin America and the Caribbean. World Bank Policy Research Working Paper #5747.

AVENDAÑO, ROLANDO y SEBASTIÁN NIETO PARRA (2014). ¿Qué factores afectan los costos de emisión en el mercado de bonos corporativos? Un estudio del mercado emergente primario. En Núñez, Georgina y Andrés Oneto (2014). *La Gobernanza Corporativa y la emisión de deuda corporativa en Chile y el Perú. El papel de los inversionistas institucionales, las agencias calificadoras de riesgo y la banca de inversión* (editores). Páginas 49-76. Naciones Unidas. Santiago, Chile.

BANCO MUNDIAL (2006). *Held by the Visible Hand. The Challenge of SOE Corporate Governance for Emerging Markets*.

BOZEC, RICHARD; BRETON, GAETAN y LOUISE COTÉ (2002). The Performance of State-Owned Enterprises Revisited. *Financial Accountability and Management* Vol 18(4): 383-407.

CAF (2010). *Lineamientos Para el Buen Gobierno Corporativo de las Empresas del Estado*.

CAF (2012). *Gobierno Corporativo en América Latina. Importancia para la Empresa de Propiedad Estatal. Serie de Políticas Públicas y Transformación Productiva #6*.

CHRISTIANSEN, HANS (2013). Balancing Commercial and Non-Commercial Priorities of State-Owned Enterprises. *OECD Corporate Governance Working Papers #6*.

DONALDSON, THOMAS y LEE PRESTON (1995). The Stakeholder Theory of Corporations: Concepts, Evidence and Implications. *The Academy of Management Review*. Vol 20(1): 65-91

FREEMAN, R. EDWARD (1994). The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions. *Business Ethics Quarterly*. Vol 4(4): 409-421

HART, OLIVER (1995). Corporate Governance. Some Policy and Implications. *The Economic Journal*, Vol 105(430): 678-689

IRWIN, TIMOTHY y CHIAKI YAMAMOTO (2004). Some Options for Improving the Governance of State-Owned Electricity Utilities. *Energy and Mining Sector Board Discussion Paper #11*.

INDRESWARI, MEIDYAH (2006). *Corporate Governance in the Indonesian State-Owned Enterprises*. Massey University. New Zealand.

KATO, TAKAO y CHERYL LONG (2005). Executive compensation, firm performance and corporate governance in China: Evidence from firms listed in the Shanghai and Shenzhen stock exchanges. *IZA Discussion Paper #1767*.

KIM, JUNKI y HONGKYOU CHUNG (2008). Empirical study of the performance of state-owned enterprises: The case of Korea's Graduate School of Public Administration. Seoul National University.

KOWALSKI, PRZEMYSŁAW; BUGÉ, MAX; SZTAJEROWSKA, MONIKA y MATIAS EGELAND (2013). *State Owned-Enterprises. Trade Effects and Policy Implications*. OECD Trade Policy Papers #147, OECD Publishing.

LEHUEDÉ, HÉCTOR (2013). *Colombian SOEs: A Review against the OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*. OECD Corporate Governance Working Papers No. 12, OECD Publishing.

MBO, MBAKO y CHARLES ADJASI (2013). *Drivers of Organizational Performance: A State-Owned Enterprise Perspective*. University of the Free State. Bloemfontein, South Africa.

MENOZZI, ANNA; GUTIÉRREZ URTIAGA, MARÍA y DAVIDE VANNONI (2010). *Board Composition, Political Connections and Performance in State-Owned Enterprises*. Collegio Carlo Alberto Notebook #185.

NÚÑEZ, GEORGINA y ANDRÉS ONETO (2012). *Gobernanza Corporativa en el Brasil, Colombia y México. La determinación del riesgo en la emisión de deuda corporativa* (editores). Naciones Unidas. Santiago, Chile.

NÚÑEZ, GEORGINA y ANDRÉS ONETO (2014). *La Gobernanza Corporativa y la emisión de deuda corporativa en Chile y el Perú. El papel de los inversionistas institucionales, las agencias calificadoras de riesgo y la banca de inversión* (editores). Naciones Unidas. Santiago, Chile.

OECD (2006). OECD Guidelines on the Corporate Governance of State-Owned Enterprises, OECD Publishing.

OECD (2011). State Owned Enterprise Governance Reform. An Inventory of Recent Change, OECD Publishing.

OECD (2012). The Governance of Mixed-Ownership Enterprises in Latin America: Discussion Paper, OECD Publishing.

OECD (2013). Boards of Directors of State-Owned Enterprises. An Overview of National Practices, OECD Publishing.

RONDINELLI, DENNIS (2005). Can Public Enterprises Contribute to Development? A Critical Assessment and Alternatives for Management Improvement. United Nations Expert Group Meeting on Reinventing Public Enterprise Management.

TONINELLI, MARIA (2000). The Rise and Fall of State-Owned Enterprises in the Western World. Cambridge: Cambridge University Press.

WICAKSONO, AGUNG (2009). Corporate Governance of State-Owned Enterprises. Investment Holding Structure of Government-Linked Companies in Singapore and Malaysia and Applicability for Indonesian State-Owned Enterprises. University of St. Gallen. St. Gallen, Suiza.

Anexo 1: Listado de empresas incluidos en la muestra y resultados por pilar

Empresa	País	Sector	Tipo de propiedad	Listada	Emite bonos	PILAR 1 Marco legal	PILAR 2 Dueño identificable	PILAR 3 Accionistas minoritarios	PILAR 4 Transparencia	PILAR 5 Conformación del directorio	PUNTAJE TOTAL
ECOPETROL	Colombia	Petróleo/Gas	Mixta	SI	SI	10.0	10.0	10.0	8.0	9.2	47.2
ISA	Colombia	Energía Eléctrica	Mixta	SI	SI	10.0	10.0	10.0	9.0	7.9	46.9
ISAGEN	Colombia	Energía Eléctrica	Mixta	SI	SI	10.0	10.0	10.0	8.0	7.9	45.9
PETROPERÚ	Perú	Petróleo/Gas	Mixta	NO	SI	7.5	10.0	NA	9.0	9.6	45.1
Sedapal	Perú	Servicios Básicos	Pública	NO	SI	10.0	10.0	NA	8.0	7.9	44.9
Banco do Brasil	Brasil	Finanzas	Mixta	SI	SI	10.0	10.0	10.0	8.0	6.7	44.7
BNDES	Brasil	Finanzas	Pública	NO	SI	10.0	10.0	NA	8.0	6.7	43.3
Bancoldex	Colombia	Finanzas	Mixta	NO	NO	10.0	10.0	10.0	7.0	5.4	42.4
COPEL	Brasil	Energía Eléctrica	Mixta	SI	SI	10.0	5.0	10.0	8.0	9.2	42.2
BICE	Argentina	Finanzas	Pública	NO	NO	10.0	10.0	NA	7.0	6.7	42.1
FURNAS	Brasil	Energía Eléctrica	Mixta	NO	NO	10.0	10.0	NA	5.0	7.5	40.6
FONDO MIVIVIENDA S.A.	Perú	Finanzas	Pública	NO	SI	10.0	10.0	NA	5.0	7.5	40.6
COFIDE	Perú	Finanzas	Mixta	NO	SI	10.0	10.0	5.0	8.0	7.5	40.5
Banrisul (Banco del Estado del Rio Grande del Sur)	Brasil	Finanzas	Mixta	SI	SI	10.0	5.0	10.0	8.0	7.5	40.5
Agrobanco	Perú	Finanzas	Pública	NO	SI	10.0	10.0	NA	7.0	5.0	40.0
Eletronorte	Brasil	Energía Eléctrica	Mixta	NO	NO	10.0	10.0	NA	5.0	6.7	39.6
Banco de la Nación	Perú	Finanzas	Pública	NO	NO	7.5	10.0	NA	8.0	5.8	39.2
Banco Agrario de Colombia	Colombia	Finanzas	Mixta	NO	NO	10.0	10.0	10.0	4.0	5.0	39.0
VALEC	Brasil	Construcción	Pública	NO	NO	10.0	10.0	NA	6.0	5.0	38.8
Chesf	Brasil	Energía Eléctrica	Mixta	NO	NO	10.0	10.0	5.0	7.0	5.4	37.4
CESP	Brasil	Energía Eléctrica	Mixta	SI	SI	10.0	10.0	5.0	6.0	6.3	37.3
Empresa de Energía de Bogotá	Colombia	Energía Eléctrica	Mixta	SI	SI	10.0	5.0	5.0	9.0	7.5	36.5

Empresa	País	Sector	Tipo de propiedad	Listada	Emite bonos	PILAR 1 Marco legal	PILAR 2 Dueño identificable	PILAR 3 Accionistas minoritarios	PILAR 4 Transparencia	PILAR 5 Conformación del directorio	PUNTAJE TOTAL
BancoEstado	Chile	Finanzas	Pública	NO	SI	7.5	10.0	NA	6.0	5.0	35.6
Telebras	Brasil	Telecomunicaciones	Mixta	NO	SI	8.8	10.0	5.0	6.0	5.8	35.6
Electroperú	Perú	Energía Eléctrica	Pública	NO	NO	10.0	10.0	5.0	6.0	4.6	35.6
Empresa de Telecomunicaciones Bogotá	Colombia	Telecomunicaciones	Mixta	SI	SI	10.0	5.0	5.0	7.0	8.3	35.3
CEDAE	Brasil	Servicios Básicos	Mixta	SI	SI	10.0	10.0	5.0	4.0	6.3	35.3
Grupo de Empresas Públicas de Medellín	Colombia	Servicios Básicos	Pública	NO	SI	10.0	5.0	NA	9.0	4.2	35.2
Enap	Chile	Petróleo/Gas	Pública	NO	SI	7.5	10.0	NA	6.0	4.6	35.1
Sabesp	Brasil	Servicios Básicos	Mixta	SI	SI	10.0	5.0	5.0	8.0	6.7	34.7
Embrapa	Brasil	Investigación Científica	Pública	NO	NO	5.0	10.0	NA	7.0	5.4	34.3
COPASA	Brasil	Servicios Básicos	Mixta	SI	SI	10.0	5.0	5.0	6.0	7.5	33.5
Companhia Brasileira de Trens Urbanos	Brasil	Transporte/Logística	Mixta	NO	NO	7.5	10.0	NA	4.0	5.0	33.1
Celesc	Brasil	Energía Eléctrica	Mixta	SI	NO	10.0	5.0	5.0	6.0	7.1	33.1
ITAIPÚ BINACIONAL	Brasil/Paraguay	Energía Eléctrica	Pública	NO	SI	5.0	10.0	NA	6.0	5.4	33.0
Caixa Econômica Federal	Brasil	Finanzas	Pública	NO	SI	5.0	10.0	NA	5.0	5.8	32.3
ELETRONBRAS	Brasil	Energía Eléctrica	Mixta	SI	SI	10.0	0.0	5.0	8.0	9.2	32.2
PETROBRAS	Brasil	Petróleo/Gas	Mixta	SI	SI	10.0	0.0	5.0	9.0	7.5	31.5
Obras Sanitarias Del Estado (O.S.E.)	Uruguay	Servicios Básicos	Pública	NO	NO	5.0	10.0	NA	6.0	4.2	31.5
CELGPAR	Brasil	Energía Eléctrica	Mixta	SI	SI	10.0	5.0	5.0	5.0	6.3	31.3
PDVSA	Venezuela	Petróleo/Gas	Pública	NO	SI	5.0	10.0	NA	5.0	5.0	31.3
EFE	Chile	Transporte/Logística	Pública	NO	SI	7.5	5.0	NA	6.0	6.3	30.9
YPF	Argentina	Petróleo/Gas	Mixta	SI	SI	10.0	0.0	5.0	7.0	8.8	30.8
Entel Bolivia	Bolivia	Telecomunicaciones	Pública	NO	NO	8.8	10.0	NA	5.0	0.8	30.7
Infraero	Brasil	Transporte/Logística	Pública	NO	NO	7.5	5.0	NA	6.0	5.8	30.4
Correios e Telégrafos	Brasil	Servicios Generales	Pública	NO	NO	5.0	5.0	NA	4.0	5.0	30.0

Empresa	País	Sector	Tipo de propiedad	Listada	Emite bonos	PIRAR 1 Marco legal	PIRAR 2 Dueño identificable	PIRAR 3 Accionistas minoritarios	PIRAR 4 Transparencia	PIRAR 5 Conformación del directorio	PUNTAJE TOTAL
Banco do Nordeste	Brasil	Finanzas	Mixta	SI	SI	10.0	0.0	5.0	7.0	6.7	28.7
EPMAPS	Ecuador	Servicios Básicos	Pública	NO	NO	7.5	5.0	NA	5.0	5.4	28.6
PEMEX	México	Petróleo/Gas	Pública	NO	SI	5.0	0.0	NA	10.0	7.5	28.1
CODELCO	Chile	Minería	Pública	NO	SI	7.5	0.0	NA	7.0	7.1	27.0
Administración Nacional de Correos	Uruguay	Servicios Generales	Pública	NO	NO	6.3	10.0	NA	1.0	4.2	26.8
Agencia Nacional de Vivienda (ANV)	Uruguay	Construcción	Pública	NO	NO	5.0	10.0	NA	3.0	3.3	26.7
YPFB	Bolivia	Petróleo/Gas	Pública	NO	SI	2.5	10.0	NA	3.0	5.4	26.1
ENARSA	Argentina	Petróleo/Gas	Pública	NO	SI	6.3	10.0	5.0	3.0	1.7	25.9
Banco de Previsión Social	Uruguay	Seguridad Social	Pública	NO	NO	2.5	10.0	NA	1.0	7.1	25.7
Empresa Eléctrica de Quito	Ecuador	Energía Eléctrica	Pública	NO	NO	7.5	5.0	5.0	3.0	5.0	25.5
Administración de Infraestructuras Ferroviarias (ADIF)	Argentina	Transporte/Logística	Pública	NO	NO	7.5	5.0	NA	1.0	6.7	25.2
Reficar S.A.	Colombia	Petróleo/Gas	Mixta	NO	NO	7.5	10.0	0.0	3.0	4.2	24.7
Emapag	Ecuador	Servicios Básicos	Pública	NO	NO	7.5	5.0	NA	2.0	5.0	24.4
ENAMI	Chile	Minería	Pública	NO	SI	7.5	0.0	NA	7.0	4.6	23.9
EMASEO	Ecuador	Servicios Básicos	Pública	NO	NO	7.5	5.0	NA	2.0	4.6	23.9
Empresa Eléctrica de Guayaquil	Ecuador	Energía Eléctrica	Pública	NO	NO	7.5	5.0	NA	1.0	5.4	23.6
FONASA	Chile	Seguros	Pública	NO	NO	7.5	5.0	NA	2.0	4.2	23.3
Administración Nacional de Puertos (ANP)	Uruguay	Transporte/Logística	Pública	NO	NO	3.8	10.0	NA	4.0	0.8	23.2
Banco Hipotecario del Uruguay	Uruguay	Finanzas	Pública	NO	SI	7.5	0.0	NA	6.0	4.6	22.6
Autoridad del Canal de Panamá (ACP)	Panamá	Transporte/Logística	Pública	NO	NO	2.5	0.0	NA	6.0	9.2	22.1
RECOPE	Costa Rica	Petróleo/Gas	Pública	NO	SI	8.8	0.0	NA	8.0	0.8	22.0
Gas Transboliviano	Bolivia	Petróleo/Gas	Mixta	NO	NO	0.0	10.0	5.0	6.0	0.8	21.8
EMCALI	Colombia	Servicios Básicos	Pública	NO	NO	6.3	5.0	NA	6.0	0.0	21.6
Infonavit	México	Finanzas	Pública	NO	NO	2.5	0.0	NA	7.0	7.5	21.3

Empresa	País	Sector	Tipo de propiedad	Listada	Emite bonos	PILAR 1 Marco legal	PILAR 2 Dueño identificable	PILAR 3 Accionistas minoritarios	PILAR 4 Transparencia	PILAR 5 Conformación del directorio	PUNTAJE TOTAL
Banco de la República Oriental del Uruguay	Uruguay	Finanzas	Pública	NO	NO	5.0	0.0	NA	7.0	5.0	21.3
EsSalud	Perú	Servicios de Salud	Pública	NO	NO	7.5	0.0	NA	2.0	7.1	20.7
Comisión Federal de Electricidad	México	Energía Eléctrica	Pública	NO	SI	7.5	0.0	NA	5.0	3.8	20.3
Nacional Financiera (NAFIN)	México	Finanzas	Pública	NO	SI	7.5	0.0	NA	5.0	2.9	19.3
Banco del Tesoro	Venezuela	Finanzas	Pública	NO	NO	2.5	10.0	NA	2.0	0.8	19.2
ENDE	Bolivia	Energía Eléctrica	Pública	NO	NO	8.8	0.0	NA	1.0	5.4	19.0
Banco de Venezuela	Venezuela	Finanzas	Pública	NO	NO	2.5	10.0	NA	1.0	1.7	19.0
Corporación de Fomento de la Producción (CORFO)	Chile	Finanzas	Pública	NO	NO	5.0	0.0	NA	5.0	5.0	18.8
Boliviana de Aviación	Bolivia	Aerolíneas	Pública	NO	NO	7.5	0.0	NA	4.0	3.3	18.5
Aeropuertos y servicios Auxiliares	México	Servicios Generales	Pública	NO	NO	7.5	0.0	NA	3.0	4.2	18.3
FANCESA	Bolivia	Cemento	Pública	NO	SI	7.5	5.0	5.0	0.0	0.8	18.3
Grupo ICE	Costa Rica	Servicios Básicos	Pública	NO	SI	6.3	0.0	NA	5.0	3.3	18.2
CANTV	Venezuela	Telecomunicaciones	Pública	NO	NO	2.5	10.0	NA	1.0	0.8	17.9
ANCAP	Uruguay	Petróleo/Gas	Pública	NO	SI	3.8	0.0	NA	6.0	3.8	16.9
Bicentenario Banco Universal	Venezuela	Finanzas	Pública	NO	NO	2.5	10.0	NA	1.0	0.0	16.9
EPMMOP	Ecuador	Construcción	Pública	NO	NO	6.3	5.0	NA	2.0	0.0	16.6
Telecomunicaciones de México	México	Telecomunicaciones	Pública	NO	NO	7.5	0.0	NA	3.0	2.5	16.3
UTE	Uruguay	Energía Eléctrica	Pública	NO	SI	2.5	0.0	NA	5.0	5.0	15.6
Banco de Seguros del Estado	Uruguay	Seguros	Pública	NO	NO	5.0	0.0	NA	1.0	6.3	15.3
Banco Industrial de Venezuela	Venezuela	Finanzas	Pública	NO	NO	0.0	10.0	NA	1.0	0.8	14.8
EMAC EP	Ecuador	Servicios Básicos	Pública	NO	NO	5.0	5.0	NA	1.0	0.8	14.8
CVG Alcasa	Venezuela	Minería	Pública	NO	NO	0.0	10.0	NA	0.0	1.7	14.6

Empresa	País	Sector	Tipo de propiedad	Listada	Emite bonos	PILAR 1 Marco legal	PILAR 2 Dueño identificable	PILAR 3 Accionistas minoritarios	PILAR 4 Transparencia	PILAR 5 Conformación del directorio	PUNTAJE TOTAL
Agua y Saneamiento S.A. (AySA)	Argentina	Servicios Básicos	Mixta	NO	NO	2.5	0.0	5.0	7.0	0.0	14.5
Empresa Pública Cementera del Ecuador	Ecuador	Cemento	Pública	NO	NO	7.5	0.0	NA	2.0	2.1	14.5
EP PETROECUADOR	Ecuador	Petróleo/Gas	Pública	NO	SI	6.3	0.0	NA	4.0	1.3	14.4
COMIBOL	Bolivia	Minería	Pública	NO	NO	0.0	10.0	NA	1.0	0.0	13.8
Telam (Agencia Nacional de Noticias)	Argentina	Medios de Comunicación	Pública	NO	NO	2.5	5.0	NA	1.0	0.8	11.7
AFE	Uruguay	Transporte/Logística	Pública	NO	NO	2.5	0.0	NA	4.0	1.7	10.2
Administración Nacional de Telecomunicaciones (ANTEL)	Uruguay	Telecomunicaciones	Pública	NO	NO	2.5	0.0	NA	4.0	0.8	9.2
Rocafuerte Seguros S.A.	Ecuador	Seguros	Pública	NO	NO	5.0	0.0	NA	2.0	0.0	8.8
Banco Unión	Bolivia	Finanzas	Pública	NO	NO	5.0	0.0	NA	1.0	0.8	8.5
Administración General de Puertos	Argentina	Transporte/Logística	Pública	NO	NO	0.0	5.0	NA	0.0	0.8	7.3
Ferrocarriles del Ecuador Empresa Pública	Ecuador	Transporte/Logística	Pública	NO	NO	2.5	0.0	NA	1.0	1.3	5.9
Servicios de Aeropuertos Bolivianos	Bolivia	Transporte/Logística	Pública	NO	NO	2.5	0.0	NA	1.0	0.0	4.4
Administración de los Servicios de Salud del Estado	Uruguay	Servicios de Salud	Pública	NO	NO	0.0	0.0	NA	1.0	1.7	3.3

Anexo 2: Resultados por pilar de empresas según tipo de propiedad, emisión de bonos y presencia en bolsa de valores

Pilar / Tipo de Empresa	Tipo de Propiedad		Emisión de bonos		Presencia en Bolsa		Toda la muestra
	Mixta	Pública	Emite bonos	No emite bonos	Listada	No listada	
1ER PILAR Marco Legal	9,13	5,72	8,22	5,54	10,00	6,01	6,69
2DO PILAR Dueño Identificable	7,00	5,07	5,56	5,67	5,56	5,63	5,62
3ER PILAR Accionistas Minoritarios	6,35	5,00	6,43	5,56	6,67	5,42	6,17
4TO PILAR Transparencia e Información	6,73	3,96	6,51	3,43	7,28	4,23	4,75
5TO PILAR Funcionamiento del Directorio	6,64	3,76	5,94	3,57	7,57	3,97	4,58
TOTAL	36,05	23,11	32,34	22,6	37,07	24,69	26,81

Anexo 3: Constitución del Índice de Transparencia de Gobierno Corporativo para EPE

A continuación se describen las preguntas evaluadas en cada punto del índice de transparencia de gobierno corporativo para EPE. En caso de que se cumpla la característica deseada se codifica con un punto. Si por el contrario, no se cumple esta característica, se otorgan cero puntos. Como se trata de un índice de transparencia, si no se obtiene información, también se codifica con cero puntos. Los casos donde puntuaciones intermedias son permitidas serán referidos explícitamente en el desarrollo de cada pregunta.

Primer Pilar: Marco legal y regulatorio

- Existe un regulador independiente y es diferente al dueño estatal.
- La EPE está sujeta a derecho privado.
- La EPE no tiene beneficios especiales explícitos (beneficios impositivos, regulación diferenciada, préstamos a tasas especiales, entre otros).
- Publica su marco legal completo incluyendo ley de creación, estatutos sociales y otras leyes relevantes. En caso de no facilitar los estatutos sociales, pero sí el resto de reglamentación, se otorgan 0,5 puntos.

Segundo Pilar: Dueño estatal identificable

- El dueño estatal está claramente definido en alguna instancia administrativa del Estado. Aquí se incluyen ministerios, gobiernos sub-nacionales y Unidades de Control de la Propiedad.
- El accionista estatal está especializado. Incluye a las diferentes unidades administrativas encargadas de las áreas de gestión económica y planificación financiera del Estado, así como a los ministerios o unidades sub-nacionales encargadas del área de negocio en la cual se desempeña la EPE.

Tercer Pilar: Trato equitativo a accionistas minoritarios (este pilar está limitado a aquellas empresas que poseen accionistas minoritarios, sean públicos o privados)

- Revela la composición accionaria de la empresa.
- Publica un documento con los derechos y obligaciones de los accionistas minoritarios.

Cuarto Pilar: Revelación de información

- Tiene auditorias con una frecuencia por lo menos anual.
- Tiene auditores externos.
- Publica estados financieros con notas del último período.
- Publica plan estratégico.
- Publica informe de gestión anual del último período.
- Publica un documento con los lineamientos para la presentación de resultados e información financiera.
- Publica código de buen gobierno corporativo.
- Publica otros informes de gestión (como por ejemplo, impacto social o ambiental de la EPE).
- Emplea normas contables internacionales.
- Incluye sección de contacto, bien sea telefónico o vía Internet.

Quinto Pilar: El Directorio

- Los integrantes del Directorio no están prefabricados, es decir, no son designados como Directores por los otros puestos que ocupan en la administración pública.
- En caso de que exista Asamblea de Accionistas, ésta debe nombrar a la Junta Directiva. De lo contrario, el propietario indicado en el segundo pilar debe ser el encargado de elegir a los Directores. Si el representante de la propiedad nombra solo parte de los Directores, se le otorga medio punto, y si no lo hace, ninguno.
- Se incluyen requerimientos explícitos para la selección de directores (edad, nacionalidad, antecedentes penales y comerciales, experiencia laboral, nivel educativo, entre otros).
- No plantea mecanismos de remoción para los miembros de la Junta Directiva sin una causa justificada.
- Especifica la duración de los Directores en su cargo, y si pueden ser reelectos luego de vencido este período.
- El Directorio es de nombramiento escalonado, es decir, es renovado parcialmente en intervalos de tiempo preestablecidos.
- Publica los miembros del Directorio.

- Publica los perfiles reducidos de los directores.
- Publica explícitamente el reglamento del Directorio. En caso de que sea incluido como parte de los Estatutos se le asignan 0,5 puntos.
- Posee al menos un director independiente.
- El Gerente General (o Presidente Ejecutivo) es nombrado por el Directorio.
- Un máximo de dos personas ocuparon el cargo de Gerente General entre junio de 2009 y junio de 2014.

Realizar reformas de gobierno corporativo de las Empresas de Propiedad Estatal (EPE) de América Latina es de crítica importancia para mejorar la gestión e impacto de estas empresas que tienen gran relevancia en las políticas de desarrollo de la región, pero que históricamente han ofrecido resultados deficientes. A pesar de la importancia de estos factores, existen muy pocos trabajos dedicados a delinear las tendencias de gobierno corporativo de las EPE, y en especial, ofrecer un enfoque regional que permita identificar las áreas donde mayores acciones y cambios son necesarios. Por ello, introducimos un Índice de Transparencia del Gobierno Corporativo basado en la información disponible en las páginas web de 105 empresas de 13 países de la región que permite identificar algunas de las principales falencias de gobernanza de estas empresas. Encontramos que las mayores deficiencias están concentradas en los mecanismos de conformación del Directorio y revelación de información. Adicionalmente, evaluamos las diferencias del gobierno corporativo entre empresas con diferentes características asociadas a sus esquemas de propiedad, participación en los mercados de deuda corporativa, y presencia en bolsas de valores. Igualmente, incluimos un análisis sobre las características del gobierno corporativo de las EPE de cada uno de los países incluidos en la muestra.

Serie políticas públicas y transformación productiva

“Políticas Públicas y Transformación Productiva” para América Latina consiste en una serie de documentos de política orientados a difundir experiencias y casos exitosos en América Latina como un instrumento de generación de conocimiento para la implementación de mejores prácticas en materia de desarrollo empresarial y transformación productiva. La Serie está dirigida a hacedores de política, agencias del sector público, cámaras empresariales, líderes políticos y agentes relevantes que participan en el proceso de diseño y ejecución de políticas públicas vinculadas al desarrollo productivo en los países de la región.