



**GOBIERNOS CORPORATIVOS EN CHILE: ESTUDIO SOBRE EL
CUMPLIMIENTO DE LOS PRINCIPIOS DE LA OCDE POR LAS
EMPRESAS CHILENAS EN 2001-2008 Y 2009-2013.**

Tesis doctoral presentada por
BERTA SILVA PALAVECINOS

Dirigida por:
Dr. LEANDRO CAÑIBANO CALVO
Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad Autónoma de Madrid

Co dirigida por:
Dra. BEATRIZ GARCÍA OSMA
Profesora Titular de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad Autónoma de Madrid

Departamento de Contabilidad
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Autónoma de Madrid.

Madrid, Septiembre 2015

**GOBIERNOS CORPORATIVOS EN CHILE: ESTUDIO SOBRE EL
CUMPLIMIENTO DE LOS PRINCIPIOS DE LA OCDE POR LAS EMPRESAS
CHILENAS 2001-2008 Y 2009-2013.**

Departamento de Contabilidad
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Autónoma de Madrid.

Berta Silva Palavecinos
Magister en Gestión mención Contabilidad y Finanzas

Dr. Leandro Cañibano Calvo
Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad Autónoma de Madrid

Dra. Beatriz García Osma
Profesora Titular de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad Autónoma de Madrid

Madrid, septiembre de 2015

Agradecimientos

El fruto reflejado en esta tesis doctoral representa muchos años de trabajo, de esfuerzo, de sacrificios, a la vez también de aprendizajes importantes, no solamente técnicos, sino de la vida. Durante el tiempo de duración del doctorado he aprendido a valorar significativamente el tiempo compartido con la familia, a ser más paciente, a confiar en los propósitos de Dios.

Para concretar una tarea de esta magnitud no hubiera sido suficiente solamente mi trabajo, la dedicación, responsabilidad y voluntad colocada en ella. En el tránsito de la investigación han habido muchas personas a las cuales debo expresar mi agradecimiento ya sea por su apoyo afectivo, por darse el tiempo a escuchar mis reflexiones, por responder a mis preguntas, por brindarme apoyo técnico y también apoyo material. Ante la posibilidad de cometer errores de omisión quiero expresar mi más profundo y sincero agradecimiento a todas aquellas personas, colegas y amigos que con su desinteresada ayuda, presencia y aliento, han colaborado en la realización de este extenso y laborioso trabajo.

Hubo ocasiones en que por hechos de la vida perdía la fuerza, me apesadumbraba y perdía la motivación, sin embargo, hubo otras en que recibí el afecto y cuidado de amigos que me dieron nuevo vigor. En este período también hice amigos, especial agradecimiento a Leonardo, a Gloria y a Eduardo.

Una mención particular al Dr. Leandro Cañibano Calvo, director de esta investigación y a la Dra. Beatriz García Osma, codirectora, por la orientación y la supervisión de la misma, pero sobre todo por la motivación y el apoyo recibido a lo largo de estos años. La disposición permanente del Dr. Cañibano constituyó un factor clave para llegar a término en mi tarea.

También debo agradecer toda la ayuda recibida desde la Dirección y de mis compañeros y amigos de la Escuela de Comercio de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso. A las autoridades superiores de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso agradezco la confianza depositada en mí y el apoyo material que hizo posible cursar este doctorado. Lo mismo a las autoridades de la Superintendencia de Valores y Seguros que aceptaron desarrollar un trabajo colaborativo bajo un convenio institucional, y que proporcionaron los datos necesarios para la investigación.

Un agradecimiento muy especial merece la comprensión, paciencia y el aliento recibidos de mi esposo, de mis hijos, de mi suegra y de mi excepcional familia.

¡MUCHAS GRACIAS!

Índice de Contenidos

CAPITULO I: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN	1
1.1 Introducción	1
1.1.1 Del contenido	1
1.1.2 Organización del texto.....	3
1.2 Problematización.....	6
1.2.1 Definición del problema.....	6
1.2.2 Justificación de la investigación	8
1.2.3 Objetivos de la investigación.....	8
1.2.3.1 Objetivo general	8
1.2.3.2 Objetivos específicos	8
1.2.4 Metodología.....	9
1.2.5 Resultados esperados.....	12
CAPÍTULO II: TEORÍA DE GOBIERNO CORPORATIVO.....	13
2.1 Aspectos generales de gobierno corporativo.....	13
2.1.1 Concepto de Gobierno Corporativo	13
2.1.2. Teorías y mecanismos de gobierno corporativo	17
2.1.2.1 Teorías de gobierno corporativo	17
2.1.2.1.1 Teoría de la agencia.....	18
2.1.2.1.2 Teoría del shareholder o stockholder.....	18
2.1.2.1.3 Teoría del Stakeholder	19
2.1.2.1.4 Teoría del Stewardship	20
2.1.2.1.5 Teorías en general	21
2.1.2.2 Mecanismos de aseguramiento calidad del gobierno corporativo	21
2.1.2.3 Estructura del Consejo	24
2.2 Importancia del gobierno corporativo.....	26
2.3 Conclusiones	27
CAPITULO III: CÓDIGOS DE GOBIERNO CORPORATIVO	28
3.1 Aspectos generales.....	28
3.1.1 Concepto de Código.....	28
3.1.2 Cumplimiento y flexibilidad de aplicación.....	28
3.1.3 Principios, recomendaciones, guías, comentarios.....	31
3.1.4 Materias abordadas en los códigos	32
3.1.5 Orientación del código.....	33
3.1.6 Estructura del Consejo	34
3.1.7 Participación de los empleados.....	35
3.1.8 Dualidad de rol como Presidente y como Gerente General	35
3.1.9 Emisores.....	36

3.2	Importancia de los códigos de gobierno corporativo	37
3.3	Principios de gobierno corporativo de la OCDE	40
3.3.1	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.....	40
3.3.2	Comentarios de la Federación Internacional de Contadores (IFAC)	43
3.3.3	Metodología para evaluar implementación Principios OCDE	46
3.3.4	Países de interés.....	47
3.4	Conclusiones	48
CAPITULO IV: CUMPLIMIENTO EN CHILE DE PRINCIPIOS DE LA OCDE.....		50
4.1	Introducción	50
4.1.1	Mercado de capitales chileno.....	51
4.1.2	Mercado de valores.....	51
4.1.3	Concentración de la propiedad	53
4.2	Estudio empírico 1: Principios OCDE en marco legal y normativo chileno	55
4.2.1	Introducción y revisión de antecedentes.....	55
4.2.2	Marco Teórico	58
4.2.2.1	Metodología para evaluar aplicación de los principios OCDE (2006)	58
4.2.2.2	Leyes y normativa chilenas hasta año 2008	88
4.2.2.2.1	Decreto Ley N° 3.538 Ley Orgánica de la SVS	89
4.2.2.2.2	Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas.....	90
4.2.2.2.3	Decreto Supremo N° 587 Reglamento de Sociedades Anónimas.....	94
4.2.2.2.4	Ley N° 18.045 Ley de Mercado de Valores	94
4.2.2.2.5	Ley N° 18.876 Depósito y Custodia de Valores.....	97
4.2.2.2.6	D.S. N° 734 Reglamento sobre Depósito de Valores	99
4.2.2.2.7	Ley N° 18.175 Ley de Quiebras	99
4.2.2.2.8	Ley N° 19.705 Regula OPAS y establece régimen de G.C.	100
4.2.2.2.9	Ley N° 20.190 Adecuaciones tributarias e institucionales	101
4.2.2.3	Normas de Carácter General SVS.....	102
4.2.3	Metodología del estudio	106
4.2.4	Resultados.....	108
4.2.4.1	Revisión al término del año 2008.....	108
4.2.4.2	Mejoras ocurridas entre los años 2009 a 2013.....	113
4.2.4.2.1	Divulgación de información al mercado	113
4.2.4.2.2	Uso de información privilegiada	118
4.2.4.2.3	Directores independientes.....	119
4.2.4.2.4	Comité de Directores.....	119
4.2.4.2.5	Operaciones con partes relacionadas y conflictos de interés.....	121
4.2.4.2.6	Funcionamiento de la junta de accionistas	122
4.2.4.2.7	Voto de accionistas	124
4.2.4.2.8	Auditoría externa	125
4.2.4.2.9	Perfeccionamiento a las OPAS	127
4.2.5	Conclusiones.....	131
4.2.5.1	Período 2001-2008.....	131

4.2.5.2	Período 2009-2013.....	132
4.3	Estudio empírico 2: Cumplimiento de los principios OCDE en sociedades.....	135
4.3.1	Introducción.....	135
4.3.2	Marco Teórico.....	136
4.3.2.1	Características de los índices.....	136
4.3.2.1.1	Fuente de datos para la construcción.....	137
4.3.2.1.2	Extensión del cuestionario.....	138
4.3.2.1.3	Escala de puntuación otorgada a las respuestas.....	139
4.3.2.1.4	Tratamiento de las respuestas “sin información”.....	140
4.3.2.1.5	Ponderación de las preguntas.....	141
4.3.2.1.6	Basado en código o preguntas de otra institución o autor.....	143
4.3.2.1.7	Variables comunes que incluyen los índices.....	145
4.3.2.1.8	Tipo de muestra utilizada para determinar los índices promedio.....	147
4.3.2.2	Algunas experiencias en construcción de índices.....	154
4.3.2.2.1	Alemania.....	154
4.3.2.2.2	Brasil.....	155
4.3.2.2.3	Chile.....	156
4.3.2.2.4	Colombia.....	157
4.3.2.2.5	Estados Unidos.....	159
4.3.2.2.6	España.....	160
4.3.2.2.7	México.....	161
4.3.2.2.8	Reino Unido.....	162
4.3.2.2.9	Suiza.....	163
4.3.2.2.10	Venezuela.....	164
4.3.3	Metodología.....	166
4.3.3.1	Cuestionario.....	166
4.3.3.2	Aplicación del cuestionario.....	169
4.3.3.3	Construcción de los índices.....	170
4.3.3.4	Características de las empresas estudiadas.....	170
4.3.4	Resultados.....	171
4.3.4.1	Resultados y análisis global.....	171
4.3.4.1.1	Resultados y análisis por característica de la empresa.....	173
4.3.4.2	Resultados y análisis por año.....	179
4.3.4.2.1	Año 2001:.....	179
4.3.4.2.2	Año 2002:.....	179
4.3.4.2.3	Año 2003:.....	180
4.3.4.2.4	Año 2004:.....	180
4.3.4.2.5	Año 2005:.....	181
4.3.4.2.6	Año 2006:.....	181
4.3.4.2.7	Año 2007:.....	182
4.3.4.2.8	Año 2008:.....	182
4.3.4.3	Resultados y análisis global del período 2001 a 2012.....	183

4.3.4.4	Análisis por subíndices.....	185
4.3.4.4.1	Alto incumplimiento	186
4.3.4.4.1.1	Principio V. Transparencia y divulgación de la información:.....	186
4.3.4.4.1.2	Principio VI. Responsabilidad del Consejo:	188
4.3.4.4.2	No Observable.....	189
4.3.4.4.2.1	Principio II. Protección y ejercicio derechos de los accionistas.	189
4.3.4.4.2.2	Principio III. Trato equitativo de los accionistas	190
4.3.4.4.2.3	Principio VI. Responsabilidades del Consejo.	191
4.3.4.4.3	Cambios significativos entre años.....	191
4.3.4.4.3.1	Principio II. Protección y ejercicio derechos de los accionistas.	191
4.3.4.4.3.2	Principio III. Trato equitativo de los accionistas.	193
4.3.4.4.3.3	Principio IV. Rol partes interesadas en gobierno de empresa.....	195
4.3.4.4.3.4	Principio V. Transparencia y divulgación de información	196
4.3.4.4.3.5	Principio VI. Responsabilidades del Consejo.....	200
4.3.5	Conclusiones.....	204
4.4	Estudio empírico 3: Prácticas G.C. efecto en valor de la empresa	207
4.4.1	Introducción.....	207
4.4.2	Marco Teórico	209
4.4.3	Metodología.....	215
4.4.3.1	Período de estudio	216
4.4.3.2	Muestra.....	216
4.4.3.3	Variables utilizadas	217
4.4.3.3.1	Valor de la Empresa	217
4.4.3.3.2	Logaritmo natural del activo total (ln activo).....	219
4.4.3.3.3	Dividendos (payout)	220
4.4.3.3.4	Concentración de la Propiedad	220
4.4.3.3.5	Propiedad del inversionista institucional (AFP).....	221
4.4.3.3.6	ADR	221
4.4.3.3.7	Deuda y Leverage	221
4.4.3.4	Definición del modelo	222
4.4.4	Análisis de los datos y resultados	227
4.4.4.1	Análisis de los datos.....	227
4.4.4.2	Resultados.....	231
4.4.5	Conclusiones.....	241
4.4.5.1	Conclusiones vinculadas al Índice General	241
4.4.5.2	Conclusiones por principios	242
CAPÍTULO V: UN CÓDIGO DE GOBIERNO CORPORATIVO PARA CHILE		244
5.1	Introducción	244
5.2	En búsqueda de propuesta de un código G.C.: rol de los consejeros.....	245
5.2.1	Marco Teórico	245
5.2.2	Metodología.....	247
5.2.3	Resultados.....	249

5.2.3.1	Datos generales de las empresas:.....	249
5.2.3.2	Del cuestionario:.....	250
5.2.4	Conclusiones del estudio del rol del Consejo	263
5.2.5	Recomendaciones.....	266
5.3	Análisis normativa emitida por el regulador de sociedades cotizadas	266
5.3.1	Norma de Carácter General N° 341	266
5.3.2	Cumplir o Explicar	267
5.3.3	Alcance de las prácticas de gobierno corporativo en la NCG N° 341	268
5.3.3.1	Cuestionario aplicado: cumplimiento del rol de los consejos, en 2012	268
5.3.3.1.1	Ítems del cuestionario incluidos en la NCG N° 341:	268
5.3.3.1.2	Ítems del cuestionario NO incluidos en la NCG N° 341:.....	269
5.3.3.2	Consulta al público	271
5.3.4	Aplicación NCG N° 341 (informe a marzo y a diciembre del año 2013).....	275
5.3.4.1	Causas principales variaciones informes marzo y diciembre de 2013.	276
5.3.4.2	Análisis de otras prácticas no incluidas en NCG N°341 e implementadas..	278
5.3.4.3	Otro estudio de los primeros resultados de la aplicación NCG N° 341	279
5.3.5	Conclusiones de la aplicación de la NCG N° 341	279
5.4	Proposición mejoras NCG N° 341 y prácticas voluntarias en el país	280
5.4.1	Marco de la proposición	280
5.4.2	Proposición de mejoras.....	280
CAPÍTULO VI: CONCLUSIONES, LIMITACIONES Y EXTENSIONES		283
6.1	Conclusiones.....	283
6.1.1	Generales.....	283
6.1.2	De las hipótesis	285
6.1.2.1	De la hipótesis 1	285
6.1.2.2	De la hipótesis 2.....	286
6.1.2.3	De la hipótesis 3.....	288
6.1.2.4	De la hipótesis 4.....	291
6.2	Aportes del estudio.....	293
6.3	Alcances y limitaciones de la investigación	294
6.4	Extensiones	295
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS.....		298
ANEXOS		
Anexo 1	Cuestionario aplicado para medir cumplimiento de los Principios OCDE	325
Anexo 2.	Porcentaje de cumplimiento de los Principios OCDE.....	340
Anexo 3.	Resultados de Regresión Ln Cap, ICGC.....	358
Anexo 4.	Resultados de Regresión ROE, Principios	359
Anexo 5.	Resultados de Regresión ROE, ICGC.....	360
Anexo 6.	Resultados de Regresión Ln Cap, Principios	361
Anexo 7.	Convenio de Cooperación entre SVS Y PUCV	362
Anexo 8.	Cuestionario aplicado por la SVS en 2012.....	364
Anexo 9.	Cuestionario originalmente consensuado con SVS en mayo 2010.....	405

Anexo 10. Ficha Técnica del cuestionario consensuado con la SVS, en 2010.....	415
Anexo 11. Resultados más relevantes del cuestionario aplicado SVS	419
Anexo 12. Borrador de la NCG N° 341	428
Anexo 13. Norma de Carácter General N° 341	436

Índice de tablas

Tabla 1. Criterios Esenciales del Principio I.....	64
Tabla 2. Criterios Esenciales del Principio II A	65
Tabla 3. Criterios Esenciales del Principio II B	66
Tabla 4. Criterios Esenciales del Principio II C	67
Tabla 5. Criterios Esenciales del Principio II D; E	68
Tabla 6. Criterios Esenciales del Principio II F; G	69
Tabla 7. Criterios Esenciales del Principio III A1 al A 3	70
Tabla 8. Criterios Esenciales del Principio III A4 al A5	71
Tabla 9. Criterios Esenciales del Principio III B y C	72
Tabla 10. Criterios Esenciales del Principio IV. A al IV. D	73
Tabla 11. Criterios Esenciales del Principio IV. E al IV. F	74
Tabla 12. Criterios Esenciales del Principio V. A .1 al V. A. 3	75
Tabla 13. Criterios Esenciales del Principio V. A .4.	76
Tabla 14. Criterios Esenciales del Principio V. A .5 al V.A.7	77
Tabla 15. Criterios Esenciales del Principio V. A .8 y V. B	78
Tabla 16. Criterios Esenciales del Principio V. C. y V. D	79
Tabla 17. Criterios Esenciales del Principio V. E y V. F	80
Tabla 18. Criterios Esenciales del Principio VI. A al VI. C	81
Tabla 19. Criterios Esenciales del Principio VI. D.1 al VI. D.3	82
Tabla 20. Criterios Esenciales del Principio VI. D.4 al VI. D.6	83
Tabla 21. Criterios Esenciales del Principio VI. D.7 al VI. D.8	84
Tabla 22. Criterios Esenciales del Principio VI. E.1 al VI. E.2	85
Tabla 23. Criterios Esenciales del Principio VI. E.3 al VI. F	86
Tabla 24. Normas de Carácter General emitidas y derogadas en los años posteriores	105
Tabla 25. Características detectadas en la construcción del índice de gobierno corporativo.	148
Tabla 26. "Preguntas No Aplicables en el País" y la justificación.....	167
Tabla 27. Preguntas del cuestionario consideradas "Preguntas No Aplicables Empresa"	168
Tabla 28. Cantidad de preguntas aplicables por cada Principio.....	169
Tabla 29. Caracterización de la muestra	171
Tabla 30. Índices cumplimiento general todas las empresas por año.....	172
Tabla 31. Índices de cumplimiento de empresas que pertenecen al IPSA	174
Tabla 32. Índices de cumplimiento de empresas que no pertenecen al IPSA	174
Tabla 33. Índices cumplimiento empresas tamaño > mediana ln Total Activo.....	175
Tabla 34. Índices cumplimiento empresas tamaño < ó = mediana ln Total Activo.....	175
Tabla 35. Índices cumplimiento empresas propiedad accionista principal tamaño > mediana	176
Tabla 36. Índices cumplimiento empresas propiedad accionista principal tamaño < ó = mediana	177
Tabla 37. Índices cumplimiento empresas con emisión de ADR.....	178
Tabla 38. Índices cumplimiento empresas sin emisión de ADR.....	178
Tabla 39. Test de comparación de medias de ICGC entre años.....	179
Tabla 40. Cumplimiento medio general por principio en el año 2001.....	179
Tabla 41. Cumplimiento medio general por principio en el año 2002.....	180
Tabla 42. Cumplimiento medio general por principio en el año 2003.....	180
Tabla 43. Cumplimiento medio general por principio en el año 2004.....	181
Tabla 44. Cumplimiento medio general por principio en el año 2005.....	181
Tabla 45. Cumplimiento medio general por principio en el año 2006.....	182
Tabla 46. Cumplimiento medio general por principio en el año 2007.....	182
Tabla 47. Cumplimiento medio general por principio en el año 2008.....	183

Tabla 48. Índices cumplimiento empresas años 2001-2012.....	185
Tabla 49. Descripción de Variables	225
Tabla 50. Relación esperada con la variable dependiente que mide valor de la empresa	226
Tabla 51. Descriptiva de variables	228
Tabla 52. Correlaciones entre variables dependientes (y) e independientes (x)	229
Tabla 53. Correlaciones entre variables independientes (x)	230
Tabla 54. Coeficientes de la regresión- ICGC (Ln Capitalización bursátil).....	232
Tabla 55. Coeficientes de la regresión – Principios (Ln Capitalización bursátil)	234
Tabla 56. Coeficientes de la regresión – ICGC (ROE)	237
Tabla 57. Coeficientes de la regresión – Principios (ROE).....	239
Tabla 58. Cumplimiento medio general prácticas NCG N° 341.....	275

Índice de Gráficos

Gráfico 1. Índices cumplimiento general todas las empresas por año	173
Gráfico 2. Comparativo empresas pertenecientes a IPSA y no IPSA	174
Gráfico 3. Comparativo empresas de mayor y menor tamaño	176
Gráfico 4. Comparativo empresas mayor y menor propiedad accionista principal	177
Gráfico 5. Comparativo empresas con y sin emisión ADR	178
Gráfico 6. Comparativo cumplimiento por principio-por año.....	183
Gráfico 7. Índices de cumplimiento por principio período 2001-2012.....	185
Gráfico 8. Cumplimiento adopción prácticas de Gobierno Corporativo (NCG N° 341 SVS)	276

CAPITULO I: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

1.1 Introducción

1.1.1 Del contenido

Este estudio iniciado en el año 2008, estuvo enmarcado en el contexto legal y normativo chileno que estaba menos desarrollado en materia de gobierno corporativo. En el mismo año, a nivel internacional se desataba la crisis financiera que hizo que se redoblara la atención sobre el gobierno corporativo de las sociedades.

En 1999, los Ministros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) aprobaron los Principios de Gobierno Corporativo, que se convirtieron en referencia para responsables políticos, inversionistas, empresas y otras partes interesadas de todo el mundo. En 2004, fueron actualizados, ya que los Principios debían ser adaptados a la evolución y a los problemas que presentaban distintos países y distintas jurisdicciones (OCDE, 2004 b).

En 2007, Chile aspiraba a ser el primer país sudamericano miembro de la OCDE, por lo tanto, debía alinearse con las orientaciones y recomendaciones emitidas por esta organización.

Este estudio tiene por objetivo verificar la incorporación de los Principios de gobierno corporativo de la OCDE en las prácticas de las sociedades cotizadas chilenas, el nivel de cumplimiento de ellos y el efecto que produce en el valor de la empresa.

En esta investigación ha sido fundamental la incorporación del análisis de la Metodología para la evaluación de la aplicación de los principios, emitida por la OCDE en 2006. A partir de ese documento se construye unas tablas que presentan los principios, sub principios y los correspondientes criterios esenciales, que posteriormente han sido utilizadas para determinar si el marco normativo y legal chileno se alinea con los principios de gobierno corporativo de la OCDE.

La construcción del cuestionario que ha permitido medir el cumplimiento de las prácticas de buen gobierno recomendadas por la OCDE en las sociedades cotizadas chilenas, también se ha basado en esas tablas.

La aplicación del cuestionario permitió generar un Índice de cumplimiento de gobierno corporativo (ICGC), también un subíndice para cada principio, desde el Principio II al Principio VI formulado por la OCDE.

El índice y los subíndices de las sociedades de una muestra han permitido verificar, si aumenta el valor de mercado de las sociedades que participan en el mercado chileno cuando éstas cumplen con las buenas prácticas de gobierno corporativo.

En el proceso de llenado del cuestionario, con información obtenida de fuentes públicas, se enfrentó la dificultad de no contar con suficientes datos referidos al Principio VI Responsabilidades del Consejo. De esta forma surge otro instrumento (un cuestionario) que ha tenido como propósito medir el grado de cumplimiento de los criterios esenciales referidos a este Principio en las sociedades anónimas abiertas.

El cuestionario fue consensuado con profesionales técnicos del organismo regulador (Superintendencia de Valores y Seguros) que se comprometió en su aplicación mediante un convenio institucional, hecho ocurrido en el año 2012.

En Chile, desde el año 2001 el gobierno corporativo se ha desarrollado fuertemente y en el año 2012 la Superintendencia de Valores y Seguro (SVS) ha emitido la Norma de Carácter General 341 incorporando un cuestionario que busca que cada sociedad revele el cumplimiento de al menos ciertas prácticas de gobierno corporativo. Es obligatorio responderlo pero es voluntario dar cumplimiento a éstas, aunque en cualquier caso siempre deberá proporcionarse una explicación en cada práctica.

Actualmente Chile tiene un marco legal y normativo sobre la materia de gobierno corporativo, que se va fortaleciendo y haciendo más completo de cara a la normativa existente a nivel internacional, sea de otros países o de organismos internacionales. La razón de la proposición inicial de sugerir un Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo para el país, era la búsqueda de un medio que permitiera demandar a las

sociedades cotizadas la entrega de información significativa sobre materias de gobierno societario de manera periódica y uniforme, para facilitar al usuario, principalmente a los inversionistas, la rápida comprensión del estado de cada compañía en el grado de cumplimiento de las disposiciones sobre gobierno corporativo. Aunque es cierto que al realizar inversiones participan intermediarios y agentes que le orientan y explican las posibles alternativas de inversión, es el inversionista quien toma la decisión y debe estar muy bien informado.

De manera que transcurrido los años y en 2014 se observan importantes cambios que han reorientado el trabajo hacia la proposición de mejoras al instrumento existente (el cuestionario de la Norma de Carácter General 341). Tal perfeccionamiento ha surgido del examen de las respuestas correspondientes a los dos informes que han emitido las sociedades, referidos a marzo de 2013 y a diciembre de 2013, que han sido remitidos a la SVS en junio de 2013 y marzo de 2014, respectivamente.

Este estudio contribuye a la producción de material bibliográfico referido a Chile, se suma al de otros autores (por ejemplo, Agosin y Pastén, 2003; Clarke, 2003; Lefort, 2003; Lefort y Walker, 2003; Wigodski y Zuñiga, 2003; Enrione y Perera, 2007; McKinsey&Company e Icare, 2007; Lefort, 2007; Larraín, 2008; Lefort y Urzúa, 2008; Lefort y Wigodski, 2008; Espinosa, 2009; Espinosa y Maquieira, 2010; Coloma, 2013; Zegers y Consiglio, 2013; García, 2014; Saona-Hoffmann, 2014) favoreciendo el logro de un mayor conocimiento del desarrollo del gobierno corporativo en Chile.

1.1.2 Organización del texto

El estudio se organiza en seis capítulos, además de presentarse las referencias bibliográficas y los anexos.

En el capítulo I se expone: el problema a investigar, las interrogantes, las hipótesis, la justificación de la investigación, los objetivos, la metodología utilizada y los resultados esperados,

En el Capítulo II se presenta el marco teórico correspondiente a gobierno corporativo, donde se abordan los aspectos generales (concepto, teorías y mecanismos de gobierno corporativo, estructura del Consejo) y la importancia que éste tiene.

En el Capítulo III se muestra, el marco teórico referido a los Códigos de Gobierno Corporativo, incluye aspectos generales (concepto, principio “cumplir o explicar”, caracterización, experiencia de algunos países) y se presentan los principales cambios propuestos por la OCDE a los Principios de Gobierno Corporativo (2014), también los comentarios que la Federación Internacional de Contadores (IFAC) ha realizado sobre estos. Se expresa cómo la Metodología para la evaluación de la implementación de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE debe utilizarse conjuntamente con los Principios y que ellos no pueden revisarse o analizarse separadamente.

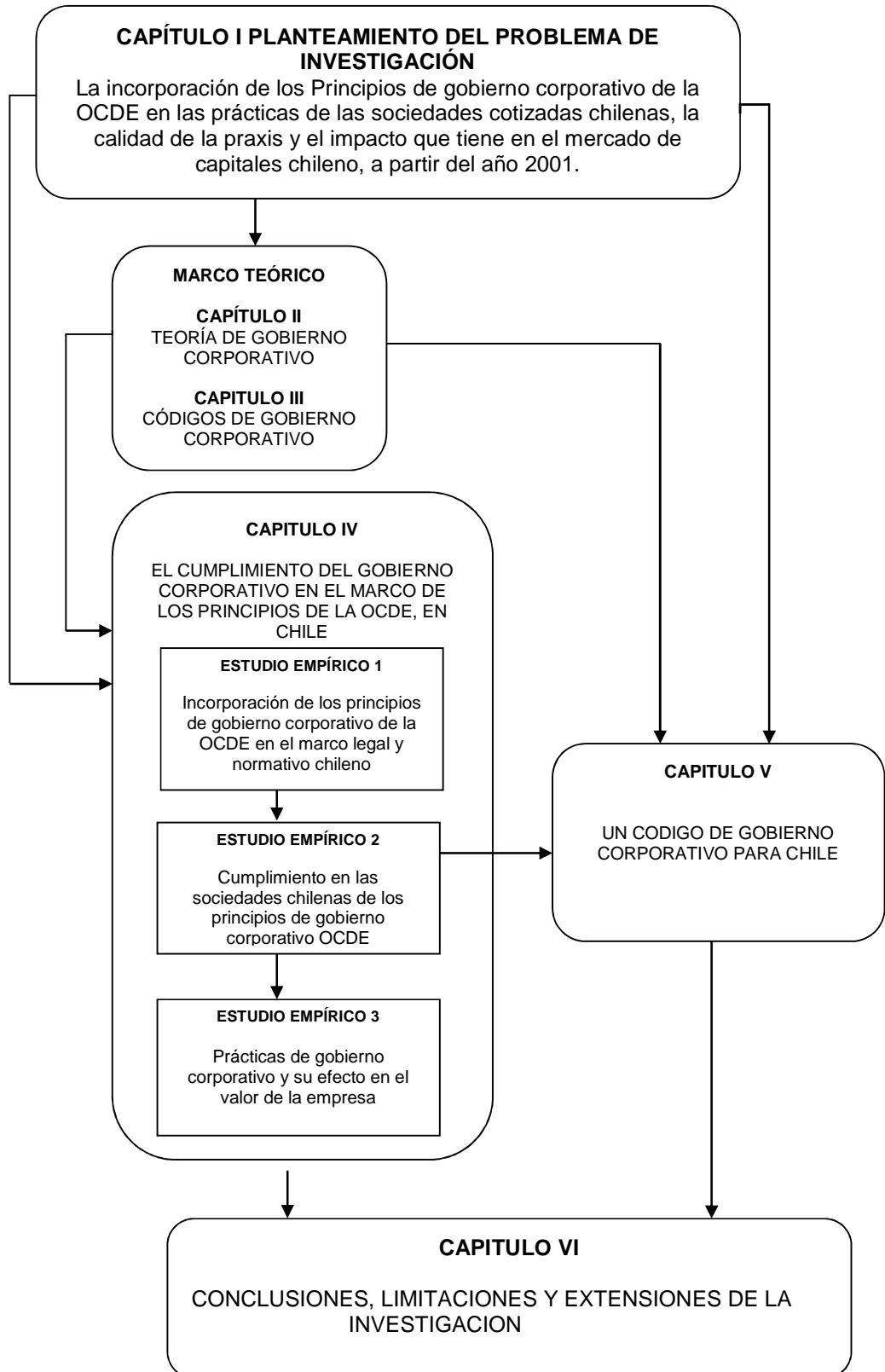
En el Capítulo IV se desarrollan los estudios empíricos relacionados al cumplimiento del gobierno corporativo en el marco de los principios de la OCDE, en Chile. El primer estudio muestra cómo el marco legal y normativo chileno referido al gobierno societario, se alinea y cumple con los Principios de Gobierno Corporativo formulados por la OCDE (2004) y con los criterios esenciales establecidos por esa organización para cada principio (OCDE, 2006). El segundo estudio revela el grado de cumplimiento de los Principios de Gobierno Corporativo en las sociedades cotizadas chilenas de la muestra. El tercer estudio da cuenta de la relación existente entre el cumplimiento de los Principios de Gobierno Corporativo y el valor de la empresa en el mercado de capitales chileno.

En el Capítulo V se describe y analiza el proceso realizado con el propósito de desarrollar un código de gobierno corporativo para Chile.

Finalmente, en el Capítulo VI se presenta las conclusiones, extensiones y el aporte de la investigación, también los alcances y limitaciones.

A continuación se muestra un diagrama descriptivo de la organización de la tesis.

DIAGRAMA DESCRIPTIVO DE LA ORGANIZACIÓN DE LA TESIS



1.2 Problematización

1.2.1 Definición del problema

El interés de estudiar el tema de gobierno societario, particularmente a partir de la propuesta que formula un organismo internacional con normas de general aceptación mundial en los mercados financieros, ha surgido porque en Chile desde el año 2007 se desarrollaba el proceso para adherir como país miembro de la OCDE. Además, en ese mismo año se iniciaba el trámite de un proyecto de ley que introducía perfeccionamiento a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas chilenas. En ese entonces en Chile, la legislación contenía de manera disgregada los aspectos relacionados al gobierno societario y no existía una normativa específica del tema, mucho menos un documento oficial con un conjunto de recomendaciones de buenas prácticas de gobierno corporativo¹, por ello el objetivo inicial era proponer un modelo de código y un instrumento que permitiera medir el grado de cumplimiento de los principios de la OCDE por parte de las sociedades anónimas chilenas que cotizan en la bolsa.

Por la importancia que tiene el sistema legal en el modelo de gobierno corporativo que se adopta, fue necesario revisar la legislación y la normativa emitida por la SVS de cara a los Principios formulados por la OCDE para establecer si existía alineamiento con los mismos.

Sin embargo, de nada serviría observar lo anterior sin comprobar la aplicación de los principios en las prácticas de gobierno societario desarrolladas en las empresas, que finalmente afectan el valor que ellas alcanzan en el mercado de capitales.

Desde aquí surgen diversas interrogantes, tales como:

¿El marco legal y normativo existente en Chile se alinea con los principios de gobierno corporativo formulados por la OCDE?

En 2007, el Centro para el Gobierno de la Empresa (CGEChile, 2007) propuso uno para “constituir un marco referencial basado en el concepto de la autorregulación”. Sin embargo, no existe propiamente un código y además el usuario externo no dispone de un indicador que le oriente respecto del cumplimiento de los principios de gobierno corporativo, sea que se encuentren en el contexto de la regulación o de la autorregulación.

¿Es posible medir el grado de cumplimiento de las prácticas de buen gobierno corporativo de las sociedades chilenas cotizadas a partir de los datos que revelan en las memorias las sociedades chilenas y la entidad reguladora que las tiene listadas?

¿Cómo afecta el cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo al valor de las empresas chilenas, en el marco del modelo de la OCDE?

¿El mercado bursátil chileno valora el mayor cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo?

¿Los directores de las sociedades anónimas abiertas chilenas cumplen con su rol y responsabilidad en conformidad a lo establecido en el principio VI de la OCDE?

Todas estas interrogantes pueden expresarse en una sola, y que constituye el problema de investigación:

¿Cómo ha sido la incorporación de los Principios de gobierno corporativo de la OCDE en las prácticas de las sociedades cotizadas chilenas, la calidad de la praxis y el impacto que tiene en el mercado de capitales chileno, a partir del año 2001?

De estas interrogantes surgen las siguientes hipótesis:

H1: La legislación y normativa chilena vigente al año 2008, en materia de gobierno corporativo referida a empresas no financieras que cotizan, contienen algunos de los Principios formulados por la OCDE.

H2: La información revelada en las memorias anuales de las empresas cotizadas y revelada por la entidad reguladora (SVS), permite determinar un índice que revele el grado de cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo en las sociedades chilenas.

H3: En el mercado de capitales chileno, el buen gobierno corporativo basado en las disposiciones de la OCDE, medido mediante un índice de cumplimiento, está relacionado positivamente con el valor de la empresa.

H4: Los miembros del Consejo, de las sociedades chilenas cotizadas, cumplen el rol y las responsabilidades que se describen en el Principio VI de la OCDE.

1.2.2 Justificación de la investigación

La realización de esta investigación está justificada por la búsqueda del aumento de la confianza en los mercados financieros, y específicamente mostrar que el mercado chileno refleja el buen gobierno de las empresas.

La globalización de los mercados de capitales hace necesario que los modelos de gobiernos corporativos y el cumplimiento de los principios y normas que contienen, se puedan medir e informar a los usuarios de la información con propósito general (inversionistas y stakeholders). Particularmente, Chile ha puesto énfasis en el marco de la OCDE porque se ha constituido en un país miembro de esta organización y por lo tanto debe cumplir con las disposiciones que en ella se establecen.

1.2.3 Objetivos de la investigación

A partir de la pregunta de investigación se propone el siguiente objetivo general y objetivos específicos.

1.2.3.1 Objetivo general

Verificar la incorporación de los Principios de gobierno corporativo de la OCDE en las prácticas de las sociedades cotizadas chilenas, la calidad de la praxis y el impacto que tiene en el mercado de capitales chileno, a partir del año 2001

1.2.3.2 Objetivos específicos

- 1.- Formular un marco teórico a partir del estudio de los Códigos de gobierno corporativo existentes en algunos países.
- 2.- Determinar si el marco normativo y legal chileno se alinea con los principios de gobierno corporativo de la OCDE.
- 3.- Medir el cumplimiento de las prácticas de buen gobierno recomendadas por la OCDE en las sociedades cotizadas chilenas.
- 4.- Comprobar si aumenta el valor de mercado de las sociedades que participan en el mercado chileno cuando éstas cumplen con las buenas prácticas de gobierno corporativo.

5.- Medir el cumplimiento de las responsabilidades del Consejo en las sociedades chilenas, según lo establecido en los principios de la OCDE.

Para alcanzar los objetivos propuestos se ha desarrollado la siguiente metodología.

1.2.4 Metodología

La investigación es de naturaleza descriptiva y explicativa, combina fuentes primarias y secundarias de información. Para lograr el nivel de conocimiento que permita el cumplimiento de cada objetivo, se parte desde un nivel de investigación descriptivo (está incorporado en el estudio de los códigos de algunos países y en el estudio empírico que examina el alineamiento de las leyes y normas con los principios formulados por la OCDE), hasta llegar a un nivel de investigación explicativo que permita responder a la pregunta de investigación, por medio de cuestionarios, del cálculo de índices, del modelo definido para estudiar la relación entre el nivel de calidad del gobierno corporativo y el valor de la empresa en el mercado de capitales.

La muestra de las empresas, ha sido determinada por muestreo de criterio y utilizando datos de Economática: (i) empresas que transan en bolsa (Bolsa de Comercio de Santiago) y que tienen al menos una cotización en la última quincena de cada año, en el período comprendido en el estudio para los años 2001 a 2008, (ii) se han excluido aquellas empresas que son entidades bancarias y financieras porque se les aplica la regulación de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).

El período 2001 a 2008 ha sido establecido considerando que en el año 2009, hubo empresas que debieron adoptar las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y por lo tanto los estudios en que se usen los datos contables no serían homogéneos ni comparables. Por otra parte, el inicio del período en 2001 ha sido teniendo en cuenta que en el año 2000 ha sido emitida la ley que regula las Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS) y establece régimen de Gobiernos corporativos.

Dado que el objetivo de la investigación es complejo, requiere diferentes niveles de análisis y diversos tipos de instrumentos de investigación. Por tal razón, en la parte empírica, cada estudio se presenta con su propia metodología y estructura de investigación. Hay estudios

de carácter cualitativo y cuantitativo, que buscan dar respuesta a las diversas interrogantes y producir un valor agregado en el conocimiento actual de la realidad chilena.

Para alcanzar el primer objetivo y con el propósito de presentar la información más reciente en el estudio, se han revisado los códigos publicados por European Corporate Governance Institute, seleccionando aquellos países que presentan códigos actualizados entre los años 2013 a 2014. Se ha observado particularmente los aspectos referidos a: Cumplimiento y flexibilidad de aplicación; Principios, recomendaciones, guías, comentarios; Materias principales abordadas en los códigos; Orientación del código (shareholder, stakeholder, otro); Estructura del Consejo; Participación de los empleados en el gobierno societario; Dualidad de rol como Presidente y como Gerente General; Tipo de Emisores.

Para alcanzar el segundo objetivo se han utilizado las tablas resumidas que se generaron de la revisión y análisis de la Metodología de evaluación de la implementación de los principios de gobierno corporativo formulado por la Organización para Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE, 2006), observando las principales leyes y normas que comprenden materias relacionadas con gobierno corporativo societario, emitidas o modificadas desde el año 2001 a 2013. El propósito ha sido determinar si el marco normativo y legal chileno se alinea con los principios de gobierno corporativo de la OCDE y conocer las mejoras ocurridas entre los años 2009 a 2013 que buscan fortalecer el gobierno corporativo en Chile.

Para alcanzar el tercer objetivo se ha elaborado un cuestionario, a partir de las tablas señaladas anteriormente, para analizar si las sociedades chilenas cumplen con los principios, sub principios y criterios esenciales que ha definido la OCDE. El instrumento ha sido respondido por el investigador (utilizando criterios previamente definidos para facilitar el llenado del cuestionario para cada empresa en cada año del período y la posterior revisión realizada por otros) a partir de información pública obtenida de memorias anuales, página web o de información que ha sido publicada por la SVS. Luego, se ha calculado un Índice de cumplimiento de gobierno corporativo (ICGC), también se ha calculado un subíndice para cada principio (Ppi), desde el Principio II al Principio VI formulado por la OCDE. El estudio ha incluido a todas las empresas de la muestra a través del período 2001-2008. De esta manera se ha medido el grado de cumplimiento de las prácticas de buen gobierno recomendadas por la OCDE en las sociedades cotizadas chilenas. También se ha

determinado el índice y subíndices para los años 2009 a 2012, permitiendo hacer un análisis global del comportamiento de los indicadores frente a la incorporación de mejoras al marco legal y normativo chileno en materias vinculadas al gobierno corporativo societario.

Para alcanzar el cuarto objetivo se ha definido un modelo que permita establecer la relación entre la calidad de las prácticas de gobierno corporativo y el valor de la empresa, en las sociedades chilenas que cotizan sus valores en la Bolsa. En el modelo se ha definido como variable dependiente el valor de la empresa y para definir las variables independientes y de control se ha considerado las propuestas de distintos autores. El valor de la empresa ha sido medido a través de la capitalización bursátil, concepto que se construye solamente con valores de mercado (cotización de la acción a la fecha de medición), mediante algunas medidas de q de Tobin, que combinan valores de mercado y de registros contables, y finalmente las medidas de rendimiento ROA y ROE que están basadas solamente en datos contables. Las variables independientes comprenden aquellas que miden la calidad de gobierno corporativo (ICGC o los subíndices que lo componen), y las variables de control: concentración de la propiedad en el principal accionista, participación en la propiedad de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), endeudamiento, apalancamiento, dividendos, utilidad distribuida, tamaño. Y por último, dos variables dicotómicas que caracterizan a la empresa: pertenencia al Índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA), emisión de ADR.

Por último, para alcanzar el quinto objetivo de la investigación se desarrollaron dos estudios resultantes de: (a) el cuestionario aplicado en 2012 por la SVS, formulada por el investigador y consensuada con el organismo regulador en el año 2010, con el propósito de conocer el grado de cumplimiento de los criterios esenciales de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE en las sociedades anónimas abiertas, particularmente en la materia referida a las Responsabilidades del Directorio, y (b) el análisis de los informes entregados por las sociedades cotizadas chilenas al regulador, en cumplimiento de la Norma de Carácter General 341 (NCG N° 341), que establece normas para la difusión de información respecto de los estándares de gobierno corporativo adoptados por las sociedades anónimas abiertas.

1.2.5 Resultados esperados

1.- Se espera que el marco legal y normativo, relacionado con materias referidas al gobierno societario en Chile, se haya fortalecido entre los años 2001 a 2013 ofreciendo mayor confianza a los inversionistas del país y del extranjero.

2.- Se espera que el cumplimiento de las prácticas de buen gobierno recomendadas por la OCDE en las sociedades cotizadas chilenas, haya aumentado significativamente a través de los años 2001 al 2012.

3.- Se espera que exista una relación positiva y significativa entre el valor de la empresa y el mayor cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo por parte de las sociedades cotizadas.

4.- Se espera que los miembros del Consejo, de las sociedades chilenas cotizadas, cumplan el rol y las responsabilidades que se describen en el Principio VI de la OCDE.

CAPÍTULO II: TEORÍA DE GOBIERNO CORPORATIVO

En este capítulo se presenta el marco teórico correspondiente a gobierno corporativo, donde se abordan aspectos generales tales como, la definición realizada por diversos autores, las principales teorías que provienen de las disciplinas de la Administración y de la Economía, los mecanismos internos y externos vinculados con el aseguramiento del funcionamiento del gobierno corporativo, la estructura que adopta el Consejo y además se expresa cuál es la importancia del buen gobierno societario.

2.1 Aspectos generales de gobierno corporativo

2.1.1 Concepto de Gobierno Corporativo

Existe abundante bibliografía e investigaciones que abordan el tema de gobierno corporativo², un término cuyo significado muchas veces se asume comprendido, en otras, es desarrollado y explicado, sin embargo, no resulta fácil encontrar disponibles definiciones que sean específicas.

Las definiciones de gobierno corporativo varían ampliamente (Claessens, 2003).

En el informe Cadbury (1992), se expresa que es el sistema mediante el cual las empresas son dirigidas y controladas. Se enfocan en los Consejos ya que su tarea es dirigir y controlar (2005).

Demb y Neubauer (1992), señalan que es el proceso mediante el cual las sociedades son hechas responsables de satisfacer los derechos y deseos de los stakeholders.

Charreaux (1996) comprende todos los mecanismos que tienen por propósito delimitar los poderes e influir en las decisiones de los directivos, es decir, que "gobiernan" su conducta y definen su espacio discrecional. Posteriormente en 1997, agrega que estos mecanismos son organizacionales e institucionales.

Gillan y Starks (1998), lo definen como el sistema de leyes, normas, y factores que controlan las operaciones de una compañía.

² En ISI Web of Knowledge, entre 1998 y abril de 2010 existían 4.548 títulos que comprenden la materia de gobierno corporativo.

Gregory y Simms³ (1999) señalan que puede existir una definición acotada (relaciones entre los directivos de las empresas, directores y accionistas. También puede abarcar la relación de la empresa a las partes interesadas y a la sociedad) o bien amplia (combinación de leyes, reglamentos, normas de cotización y prácticas voluntarias que permiten a la empresa atraer capital, desempeñarse de manera eficiente, generar ganancias, y cumplir con obligaciones legales y con las expectativas de la sociedad en general). Cualquiera sea el alcance de la definición, ellos argumentan que es el medio por el cual una empresa asegura a los inversionistas que los recursos que proporcionan son gestionados de manera eficiente y rentable.

La OCDE (1999) indica que, es el sistema por el cual los negocios de las corporaciones son dirigidos y controlados. Se especifica la distribución, los derechos y las responsabilidades entre los diferentes participantes en la corporación, tales como el Consejo, los directores o gerentes, shareholders y algunos stakeholders, las modalidades y procedimientos para el proceso de toma de decisiones de los asuntos corporativos. Por todo esto, la empresa se provee de una estructura que posibilita el cumplimiento de objetivos y su monitoreo.

Zingales (1998, 2008, 2014) indica que es el complejo conjunto de restricciones que dan forma a la negociación ex-post sobre las cuasi-rentas generadas por una empresa.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny (2000) definen que gobierno corporativo es, en gran medida, un conjunto de mecanismos a través de los cuales los inversionistas externos se protegen contra expropiación de los insiders, ellos se refieren a los accionistas controladores y a los directivos, en suma a personas con acceso a información confidencial y que toman decisiones.

Denis y McConnell (2003) como el conjunto de mecanismos -tanto institucionales como basado en el mercado- que inducen a aquellos que toman decisiones sobre cómo se operará la empresa, para tomar decisiones que maximicen el valor de la empresa a sus propietarios.

Weil, Gotshal & Manges LLP (2002, 2012), mezcla de legislación, regulación y de prácticas adecuadas voluntarias del sector privado que permite a la empresa atraer capital financiero

³ Socios de Weil, Gotshal & Manges LLP.

y humano, desempeñarse de manera eficiente, y de este modo perpetuarse mediante la generación de valor económico a largo plazo para sus accionistas, respetando los intereses de las partes interesadas y de la sociedad en su conjunto.

Lefort (2003) expresa que “en términos simples, el gobierno corporativo consiste en el conjunto de relaciones que se establecen entre los diferentes participantes en la empresa con el fin de garantizar que cada uno reciba lo que es justo”. Por otra parte, en el mismo año Wigodski y Zuñiga, determinan que gobierno corporativo es el sistema mediante el cual las empresas son dirigidas y controladas para contribuir a la efectividad y rendimiento de la organización. Sus objetivos principales son: velar por la transparencia, permitir el conocimiento de cómo los directivos gestionan los recursos, proveer de instrumentos de resolución de conflictos de interés entre los distintos grupos que conforman el gobierno y buscar el logro de equilibrios al interior de la empresa.

Gobierno corporativo, entendido como las relaciones entre el cuerpo directivo de una compañía, su Consejo, sus accionistas y otros grupos de interés social o corporativo. El gobierno corporativo proporciona una estructura para el establecimiento de objetivos por parte de la empresa, y determina los medios que pueden utilizarse para alcanzar dichos objetivos y para supervisar su cumplimiento (OCDE; 2004 a, 2004 b).

Hilb (2005) enuncia el Nuevo Gobierno Corporativo como un sistema por el cual las empresas son dirigidas estratégicamente, administradas integralmente y controladas de manera holística en un camino ético y emprendedor y de una manera apropiada a cada contexto particular.

El Centro de Gobierno para la Empresa (GE Chile) lo definió como “el conjunto de instancias y prácticas institucionales, en el proceso de toma de decisiones de la empresa, que contribuyen a la creación sostenible de valor en un marco de transparencia y responsabilidad empresarial, alineando incentivos y promoviendo el respeto a los derechos de los accionistas y grupos de interés que participan directa o indirectamente en la empresa” (Ministerio Hacienda, 2007).

“El Gobierno Corporativo o Gobierno de la Empresa es la forma en la que se realiza la asignación de derechos y deberes entre los diferentes partícipes de una empresa con el

objetivo de facilitar su acceso al mercado de capitales, aumentar su valor y contribuir a su continuidad en el tiempo”⁴.

Chisari y Ferro (2009) lo consideran como “el sistema de instituciones o mecanismos que inducen incentivos en las empresas cotizadas, con el fin de repartir los beneficios entre todas las partes interesadas, y restringir la discrecionalidad sobre la distribución, en presencia de información asimétrica y contratos incompletos”

Petrică (2012) distingue dos componentes en el concepto de gobierno corporativo: Uno *de comportamiento*, en referencia a las relaciones entre los gerentes, accionistas, empleados, acreedores, clientes, proveedores de la empresa, el Estado y los diversos grupos de interés; y el otro *de normativa*, que implica el marco de las regulaciones en base a las cuales esas relaciones y el comportamiento deben llevarse a cabo (ley de sociedades, ley de mercado de valores, ley de quiebra, entre otras). En 2003, Claessens, hizo un alcance similar para referirse a las categorías de las diversas definiciones del concepto, distinguiendo aquellas que se refieren a los patrones de comportamiento y aquellas que se ocupan del marco normativo, también cuál tipo era recomendable en qué tipo de estudio (de un país, o comparativo entre países).

Paz-Ares (2004), hace una distinción del gobierno corporativo dependiendo de si le es impuesto a la empresa o es asumido voluntariamente. Denomina gobierno corporativo externo o institucional (impuesto desde fuera por el sistema jurídico y la red de instituciones de un determinado país) y gobierno corporativo interno o contractual (asumido voluntariamente desde dentro por cada empresa). Allayannis, Lel y Miller (2011) hacen una distinción similar en un estudio sobre los motivos para tener derivados en divisas, refiriéndose a gobierno corporativo a nivel de país y de gobierno corporativo a nivel de empresa.

Con frecuencia el gobierno corporativo es visto como la estructura y las relaciones que determinan la dirección corporativa y el rendimiento (McRitchie, 1999).

De las definiciones revisadas se concluye que el propósito último del buen gobierno de la empresa es agregar valor a la misma, y velar porque quienes contribuyen directa o

⁴ Obtenido desde la página del Centro para el Gobierno de la Empresa GEChile. <http://www.gobiernodelaempresa.cl/self/visor/Contenidos.asp?ID=2029&IDMETCOND=106&GUID={737C16E7-EDEB-40E1-8D8B-3A5CA6B8F10A}>. Después del año 2010 la página dejó de estar disponible.

indirectamente en su generación puedan participar del aumento de valor. Por ello, en las buenas prácticas se establecen condiciones para proteger y retribuir equitativamente a los accionistas por los capitales aportados; para retribuir a los trabajadores por su trabajo y aporte intelectual; para ofrecer a los clientes productos y servicios de mayor calidad y mejores precios; para remunerar adecuadamente a los proveedores por la entrega de productos o la prestación de servicios y ofrecerles garantías o la confianza que le serán pagados oportunamente; para ofrecer a los acreedores que le serán restituidos los recursos que han prestado a la empresa y que serán bien compensados por ellos; también comprende la responsabilidad hacia la sociedad en general, incluyendo así el cumplimiento de las obligaciones tributarias.

En el estudio de la evolución del concepto de gobierno corporativo de Andrés Alonso y Santamaría Mariscal (2010), ellos agrupan las diferentes definiciones en: modelo Financiero de Gobierno, modelo de Gobierno de Contratos entre Partícipes, modelo Cognitivo de Gobierno. Señalan que el énfasis puede estar colocado en mecanismos de gobierno que disciplinen a los directivos y resuelvan conflictos de agencia, o bien en mecanismos de gobierno que induzcan al aprendizaje y que, por ejemplo, estimulen a los directivos para que imaginen, perciban y generen nuevas oportunidades de inversión.

Lo anterior, lleva a revisar el alcance de las teorías y los mecanismos de gobierno corporativo.

2.1.2. Teorías y mecanismos de gobierno corporativo

2.1.2.1 Teorías de gobierno corporativo

Algunos autores vinculan que el tema de gobierno corporativo se origina con la concepción de la empresa moderna, cuando los dueños del capital delegaron el poder de decisiones y de gestión a administradores. El concepto se ha ido desarrollando en la medida que han surgido conflictos de intereses y el problema de agencia entre los poseedores de la propiedad (principales) y quienes administran o ejercen el control (agentes). La separación entre la propiedad de los recursos con que opera la empresa y el control de la misma ha despertado el interés y han enfocado el estudio de muchos investigadores.

En algunos casos, el enfoque de gobierno corporativo que se considera adecuado estará orientado a establecer un conjunto de relaciones y condiciones que privilegian la participación de los accionistas en el valor agregado, por sobre el resto de actores y participantes en la cadena de valor de la empresa. En otros casos, el enfoque de gobierno corporativo tendrá en cuenta que deben participar en el reparto de este valor agregado quienes contribuyen en la generación del mismo, en que uno de los tipos de participantes

son los accionistas (Charreaux y Desbrières, 1998; Hilb, 2005). El proceso de creación de valor está limitado por el sistema de gobierno corporativo (Charreaux y Desbrières, 1998).

Desde diversas disciplinas surgen teorías acerca del gobierno corporativo, la Economía, la Administración, el Derecho, la Sociología, la Psicología, entre otras. En este caso nos centraremos en algunas teorías surgidas de las dos primeras: Teoría de la agencia (Economía); Teoría del Shareholder (Economía), Teoría del Stakeholder (Administración) y Teoría del Stewardship (Administración).

2.1.2.1.1 Teoría de la agencia

En 1776, Adam Smith expuso el problema de agencia, haciendo notar que los administradores de dinero ajeno no ponen el mismo cuidado que el propio dueño. Posteriormente en 1932, Berle y Means pusieron de relieve la separación existente entre la propiedad y el control de la sociedad y sus consecuencias (diversificación de la inversión, baja concentración de propiedad), así como los intereses divergentes entre directores, gerentes e inversionistas propietarios. En el mismo sentido, Jensen y Meckling (1976) definieron una relación de agencia y como el principal puede limitar las divergencias con respecto de sus intereses estableciendo incentivos apropiados para el agente. Los problemas de agencia se controlan por medio de sistemas de decisión (procesos de decisión) que separan las decisiones de la gestión (implementación y aplicación) y las decisiones de control (ratificación y seguimiento) en todos los niveles organizacionales (Fama y Jensen, 1983).

Esta teoría se centra en: asimetría de la información, selección adversa y oportunismo precontractual y el riesgo moral o el oportunismo post contractual (Van Slyke, 2006).

Esta teoría es la más utilizada en la investigación del gobierno corporativo y muestra un incremento continuo (Huang y Ho, 2011).

2.1.2.1.2 Teoría del shareholder o stockholder

Friedman (1962) en el libro "Capitalismo y libertad" expresa que la única responsabilidad social de las empresas es utilizar los recursos en el desarrollo de actividades que incrementen las ganancias, obviamente dentro de las reglas de la libre empresa. Las

empresas no tienen obligaciones morales o responsabilidades sociales con otros que no sean los accionistas, se busca maximizar la ganancia para ellos.

En el enfoque de shareholder, se considera que los accionistas son los únicos con derecho a participar de la renta creada por la empresa, por lo tanto en este caso el valor creado queda medido por lo que estos reciben.

Este enfoque implica que el gobierno corporativo se orienta a la relación entre los accionistas y los directivos que controlan y gestionan la creación de valor, y sólo los intereses de los accionistas se tienen en cuenta. El objetivo de la gestión es maximizar el valor para el accionista.

2.1.2.1.3 Teoría del Stakeholder

La base de esta teoría es atribuida a Edward Freeman (1984), y postula que la organización debe desarrollarse teniendo en cuenta los intereses de las principales partes interesadas (empleados, clientes, proveedores y acreedores) sin contradecir los principios éticos en que se apoya el capitalismo, lo que es criticado por Mansell (2013) que argumenta que la teoría de los stakeholders, socava los principios en que se basa la economía de mercado al aplicar el concepto de contrato social a la organización. La legítima reclamación sobre la firma se establece a través de la existencia de una relación de intercambio. Los stakeholders incluyen a accionistas, acreedores, gerentes, empleados, clientes, proveedores, comunidades locales y público en general (Hill y Jones, 1992). Los stakeholders son cualquier grupo o individuo que puede afectar o ser afectado por la consecución de los objetivos de la empresa (Freeman, 1984).

El enfoque de stakeholder, considera que todos los participantes en la creación de valor tienen derecho a participar en el valor que se agrega en el desarrollo de la cadena de valor.

Este enfoque implica que el gobierno corporativo se orienta a cautelar y gestionar que se produzca la retribución de todos los participantes, teniendo en cuenta el costo de oportunidad de ellos. Se consideran los intereses de todos los participantes e interesados en la empresa a quienes les afectan las decisiones y acciones que ocurran en la misma, así como su participación en el gobierno societario.

“La empresa es un nexo de contratos entre los diferentes stakeholders-accionistas, pero también con los acreedores, empleados, administradores, clientes, proveedores,

autoridades públicas, otros, o un acuerdo según el cual, la empresa constituye un juego cooperativo entre los diferentes stakeholders” (Charreaux y Desbrières en 1998, Aoki 1984).

En el enfoque de los stakeholders, el gobierno societario se ve afectado por las relaciones entre los agentes que intervienen en el sistema de gobierno corporativo. Según señala la OCDE (2004 b), estas relaciones están sujetas, en parte, a las leyes y reglamentos, pero también a la adaptación voluntaria y, lo que es más importante, a las fuerzas del mercado.

2.1.2.1.4 Teoría del Stewardship

Conocida como Teoría de la Administración (Donaldson, 1990). En ella se considera que no existe conflicto de interés entre los propietarios y los gerentes y que se persigue encontrar una estructura organizativa que permita la coordinación para lograr la mayor eficacia. Los gerentes son agentes no oportunistas, según esta teoría, pero buenos administradores (Donaldson y Davis, 1991).

Los gerentes no están motivados por metas individuales, sino más bien son administradores cuyos motivos están alineados con los objetivos de sus “principales” (Davis, Schoorman y Donaldson, 1997). Los gerentes de la organización tienden a ser benignos en sus acciones (Donaldson, 2008).

Teoría de la mayordomía es una teoría que indica que si los gerentes, son abandonados a su suerte, actuarán como administradores responsables de los activos que controlan (Hilb, 2005).

Esta teoría supone que las relaciones contractuales a largo plazo se desarrollan en base a la confianza, la reputación, los objetivos colectivos, y la participación, donde la alineación de intereses es un resultado que se deriva de la reciprocidad relacional (Van Slyke, 2006).

Los intereses de los gerentes están alineados con los de los accionistas, no hay conflicto de intereses que deba ser superado con mecanismos tales como los incentivos financieros (Donaldson, 2008). Los directores⁵ tienen que reconocer los intereses de los clientes, empleados, proveedores y otros actores legítimos, pero, con arreglo a la ley su primera

⁵ Nótese que los autores se refieren a gerentes o a directores dependiendo como se estructura la dirección de la empresa, si es un sistema unitario se dirá director para referirse al gerente (executive director) y si es dual se referirá directamente al gerente.

responsabilidad es para con los accionistas. Los conflictos de intereses entre grupos de partes interesadas y la empresa deberá ser resueltos por la presión de la competencia en los mercados libres, respaldado por la legislación y los controles legales existentes para proteger a clientes, empleados, proveedores y a la sociedad (Tricker, 2009, pág. 224).

2.1.2.1.5 Teorías en general

En 2004, Gérard Charreaux concluye que el objetivo de teorías de gobierno no es estudiar como gobiernan los gerentes, sino más bien como ellos son gobernados. Esta perspectiva se aproxima más al concepto de control que al concepto de gestión (de Andrés Alonso y Santamaría Mariscal, 2010).

La teoría principal que ha afectado el desarrollo del gobierno corporativo y ha proporcionado un marco conceptual para el mismo, es la teoría de la agencia. No obstante, las empresas cada vez son más conscientes de que no pueden funcionar aisladamente y que, además de considerar a los accionistas, deben tener en cuenta a un amplio conjunto de partes interesadas (Mallin, 2010, pág. 21).

La calidad del gobierno de una empresa se ve afectado por las prácticas que se aplican al interior de ésta, así como por el grado de desarrollo del mercado y la calidad de las regulaciones de las economías en las que opera (CGChile, 2008).

2.1.2.2 Mecanismos de aseguramiento calidad del gobierno corporativo

Los mecanismos de control corporativo son el medio por el cual los gerentes son disciplinados para actuar en el interés de los inversionistas (Bushman y Smith, 2001).

Los mecanismos de gobierno corporativo son de tipo internos o externos a la empresa. Constituyen mecanismos internos la participación que se define y establece para los consejeros, los ejecutivos principales, las juntas de accionistas (voz y voto), la estructura de propiedad de capital, los trabajadores, los incentivos para los ejecutivos, los códigos de ética, y también la información financiera y no financiera que genera cada firma. Constituyen mecanismos externos: el funcionamiento del mercado por el control, tomas de control (OPA), el marco legal y normativo existente (Bushman y Smith, 2001; Weir, Laing y McKnight, 2002; Denis y McConnell, 2003; Cremers y Nair, 2005; Gillan, 2006). Considerando los entornos institucionales, Cuervo (2002) distingue los sistemas de “control

de los grandes inversionistas”, también denominado sistema continental europeo (ej. Alemania, Francia, España) y los sistemas de control de mercado denominado sistema anglosajón (ej. Estados Unidos y Reino Unido).

Mecanismos para reducir los costos de agencia son: estructura del Consejo, monitoreo del Consejo, estructura del comité, calidad del director, participación del director en la propiedad, financiamiento de la deuda, participación institucional en la propiedad, y el mercado de control corporativo (Weir et al. 2002; Hart, 1995).

Denis y McConnell (2003) distinguen dos generaciones de investigación de gobierno corporativo internacional, en la primera se examinan mecanismos tales como la composición del Consejo y las estructuras de propiedad, en la segunda generación los investigadores estudian el impacto de los distintos sistemas legales en la estructura y efectividad del gobierno corporativo.

Los accionistas que poseen gran cantidad de acciones (blockholders) y el Consejo son considerados los principales mecanismos internos, y a menudo, la toma de control y el mercado de control societario son considerados como los principales mecanismos externos. Esos mecanismos se complementan y afectan el gobierno en las empresas (Cremers y Nair, 2005). Los inversionistas institucionales juegan un importante rol en el monitoreo de las compensaciones financieras que reciben los gerentes generales (Bushman y Smith, 2001). En una sociedad con muchos pequeños propietarios, es muy difícil que alguno asuma los costos del monitoreo de la gestión, en tal caso la presencia de un gran accionista minoritario puede constituir una solución, incluso iniciando una adquisición o invitando a terceros a hacerlo (Shleifer y Vishny, 1986). En empresas familiares la composición del Consejo y la independencia no se valoran como mecanismos de gobierno. Los aspectos específicos de gobierno corporativo que son más importantes para los inversionistas, pueden variar dependiendo de la propiedad en las empresas (Klein, Shapiro y Young, 2005).

La eficacia de los mecanismos de gobierno corporativo debe ser evaluada teniendo en cuenta contingencias relacionadas con la estructura de propiedad de la empresa (Desender, Aguilera, Crespi y García-Cestona, 2013).

Reconociendo que son muchos los factores que afectan al gobierno y al proceso de toma de decisiones en las empresas, la OCDE ha formulado unos Principios de Gobierno Corporativo⁶, que más adelante se tratarán en detalle, que se centran en problemas de gobierno que se generan por la separación entre propiedad y control, sin embargo no se trata solamente de las relaciones entre accionistas y el cuerpo directivo, también comprende las relaciones entre los accionistas con poder de control y los accionistas minoritarios; también comprende a los empleados que “cuentan con importantes derechos legales con independencia de sus derechos de propiedad” (OCDE, 2004 b). De esta forma se puede decir que la OCDE desarrolla sus principios bajo un enfoque de stakeholder, no obstante, Fernando Lefort (2003) señala que una crítica que se le hace a esta organización es la excesiva importancia que se le da al accionista en desmedro de otros stakeholders.

También podría enfocarse el gobierno corporativo considerando si obedece a un esquema regulado por leyes y normas, o si es autorregulado o incorpora ambos. La regulación se realiza por leyes que promulga la autoridad legal o a través de normativa emitida por los organismos reguladores de las sociedades, cuyo gobierno corporativo es evaluado por parte de los distintos participantes del mercado de capitales y de factores. La autorregulación se realiza mediante la implementación de códigos de gobierno corporativo o códigos de ética, concretamente por la adopción voluntaria de normas relacionadas a las prácticas de buen gobierno corporativo. Resulta interesante mencionar que al comparar el contexto americano y el europeo respecto a las medidas de gobierno corporativo incorporadas en los códigos, se concluye que en Europa se ha optado mayoritariamente por la adopción voluntaria de sus recomendaciones, mientras que en Estados Unidos muchas de ellas son de obligado cumplimiento para las empresas cotizadas (García Osma y Gill de Albornoz, 2005).

El tipo de sistema legal imperante en cada país también influye en el gobierno corporativo. Se distinguen principalmente dos tipos de sistemas legales, basado en el derecho común o en el derecho civil. La principal diferencia entre los dos sistemas es que el derecho común se basa en reglas abstractas que derivan de casos específicos, mientras que el derecho civil se basa en reglas abstractas que deben ser aplicadas a diversos casos. Como ejemplo

⁶ En 2014, la OCDE ha iniciado la revisión de los principios para garantizar la alta calidad, la pertinencia y la utilidad de estos, teniendo en cuenta los acontecimientos recientes en el sector empresarial y de los mercados de capitales. <http://www.oecd.org/daf/ca/oecdprinciplesofcorporategovernance.htm>

que se distinguen los sistemas legales y su relación con el mercado de capitales, Demirguc y Levine (1999) diferencian países con tradición de Ley Común con fuerte protección de los derechos de los accionistas y países con tradición de Ley Civil Francesa con pobre protección a los derechos de los accionistas. Estos autores destacan el trabajo de La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (1998) que explica como países con diferentes sistemas legales desarrollan distintas leyes en temas de contratos de deuda o de patrimonio; anteriormente (1997) habían concluido que países con sistema de Derecho Común tienden a fortalecer los derechos de los accionistas minoritarios con consecuencias beneficiosas para el desarrollo de mercado de valores.

La Porta et al. (1998) estudian la relación entre el marco legal que abarca la protección del accionista, del inversionista, concluyendo que la protección es mayor en los países que tienen Ley Común y que es más débil en el marco del Código Civil, especialmente el derecho civil francés, la tradición. La concentración de la propiedad es mayor cuando la protección del inversionista es menor, siendo consistente con la hipótesis de que los pequeños accionistas (propiedad atomizada) tienen pocas probabilidades de desarrollarse en donde el sistema legal no protege sus derechos. Existe una relación entre el sistema legal y el desarrollo económico, la alta concentración de propiedad es el mecanismo que se genera cuando la ley no protege al inversionista.

2.1.2.3 Estructura del Consejo

El otro aspecto a considerar con relación al modelo de gobierno corporativo es la estructura que tenga el Consejo, Mallin (2010) considera que constituye la mayor diferencia entre los países, en los cuáles se puede adoptar una estructura dual (sistema de dos niveles) o una estructura unitaria (sistema de un nivel). En 2004 la OCDE hacía notar que las estructuras y procedimientos del Consejo varían tanto de un país a otro, como dentro de los mismos países. Este último caso se evita incorporando en la Ley de Sociedades el sistema que deben usar las empresas del país.

En el sistema dual se separa la función supervisora y la función de gestión, y constituyen dos órganos diferentes. Por lo general, estos sistemas disponen de un “Consejo de Supervisión”, compuesto por miembros no-ejecutivos y de un “Consejo de Administración” compuesto exclusivamente por ejecutivos (OCDE 2004, b). En este sistema, los empleados pueden tener representación en el Consejo de Supervisión, es el caso de Alemania (Mallin

2010). El “Consejo de Supervisión” supervisa la dirección de la empresa, mientras que el “Consejo de Administración” es responsable de la gestión de la misma. Los miembros solamente pueden pertenecer a un Consejo, estableciéndose una clara distinción entre el monitoreo y la gestión. Los miembros del “Consejo de Supervisión” nombran a los miembros del “Consejo de Administración”, sin embargo ellos son elegidos por los accionistas (con excepción de los que participen en representación de los empleados) (Mallin, 2010).

En el sistema unitario se reúne a los miembros ejecutivos y no-ejecutivos en un mismo órgano, elegidos en la junta general anual de accionistas. El Consejo unitario es responsable de todos los aspectos de las actividades de la empresa, y todos los directores trabajan para lograr los mismos fines. En este sistema no hay separación entre la función de monitoreo y la función de gestión, generándose una estrecha relación y mejor flujo de información entre los miembros (Mallin, 2010). Los directores ejecutivos tienen un rol gerencial, además de sus responsabilidades como miembro de la junta directiva (Tricker, 2009).

Es importante hacer notar que en algunos países al referirse al Consejo solamente comprende al organismo responsable de la definición de estrategias de la empresa, de la supervisión y del control de la gestión gerencial; concretamente corresponde al Consejo de Supervisión descrito en el código alemán.

Por último se puede señalar que no debe confundirse un sistema dual con la dualidad en el control y propiedad, lo que ocurre cuando el Presidente del Consejo y el Gerente General son la misma persona (Pelayo, 2011). A la dualidad se refieren Kim, Nofsinger y Mohr (2010) indicando que es la presión de accionistas significativos lo que permite que el Consejo pueda evaluar al gerente general, en todo caso, la separación del rol o la participación de más miembros externos en el Consejo no es garantía de más transparencia y mejor funcionamiento.

Cualquiera sea el enfoque que se adopte en el modelo de gobierno corporativo que se implemente, es conveniente revisar brevemente porque es importante el gobierno societario, denominado así porque el análisis del gobierno corporativo está centrado sobre las compañías cotizadas en la bolsa.

2.2 Importancia del gobierno corporativo

La importancia que tiene el buen gobierno de la empresa queda expresado en el informe del Comité en Aspectos Financieros de Gobierno Corporativo presidido por Adrian Cadbury, considerado un referente en materia de normas de gobierno corporativo, en el cual se afirma que la economía del país depende de la conducción y eficiencia de las compañías (Cadbury, 1992).

El gobierno corporativo constituye un elemento clave para aumentar la eficacia económica y potenciar el crecimiento, así como para fomentar la confianza de los inversionistas. La existencia de un sistema eficaz de gobierno corporativo dentro de una sociedad determinada y dentro del conjunto de la economía, contribuye a generar el grado de confianza necesario para el funcionamiento correcto de una economía de mercado. En consecuencia, el costo⁷ de capital se reduce y se incita a las empresas a utilizar sus recursos de forma más eficiente, potenciando así el crecimiento (OCDE 2004 b).

La mejora de las normas de gobierno corporativo, su cumplimiento y la calidad de las normas de contabilidad contribuye a la obtención de mayor financiamiento de capital, porque facilita el monitoreo de los gerentes de forma más efectiva y menos costosa (Lombardo y Pagano, 2000).

Las prácticas de gobierno corporativo y su regulación son más significativas en las sociedades cotizadas donde la propiedad es muy dispersa, particularmente en aquellas que tienen un mayor porcentaje de acciones de libre circulación (free float) (García Osma y Gill de Albornoz, 2005).

Las reglas de buen gobierno pueden ser claves para incrementar el valor bursátil de las empresas (Paz-Ares, 2004).

El impacto de las buenas prácticas de gobierno corporativo ha sido estudiado por diversos autores, Chhaochharia y Grinstein (2007) demuestran que el valor de la firma se ve afectado por la incorporación de normas relativas al gobierno corporativo.

⁷ El término "costo" corresponde al término "coste" utilizado en España.

El gobierno corporativo es uno de los medios para frenar perjudiciales cortoplacismo y excesiva toma de riesgo (European Commission, 2011).

La asimetría de la información y las materias de agencia afectan el costo de financiamiento externo y, por lo tanto, el impacto en la capacidad de las empresas para financiar sus oportunidades de crecimiento (Khurana, Pereira y Martin, 2006). Existe una relación positiva entre el crecimiento y rentabilidad de la empresa y la mayor información que se entrega al mercado por buenas prácticas de gobierno corporativo.

El buen gobierno corporativo tiene una doble importancia, por el valor para la empresa y por su impacto en el desarrollo de los países (Lopez-Iturriaga y Pereira-do Carmo, 2006; Reficco y Ogliastri, 2009).

2.3 Conclusiones

El concepto de gobierno corporativo es generalmente explicado por los autores, y no expresamente definido porque comprende distintos ámbitos de interacción, tales como aspectos de gestión, éticos, legales, normativos, estructurales, conductuales.

El enfoque que se adopte, sea del shareholder o del stakeholder, condicionará el tipo de gobierno corporativo que se desarrollará en una empresa, o en un país y los mecanismos a través de los cuales se verificará su cumplimiento.

El gobierno corporativo es un proceso, no un estado. El campo está en continua evolución (Claessens, 2003).

CAPITULO III: CÓDIGOS DE GOBIERNO CORPORATIVO

En este capítulo se presenta el marco teórico referido a los Códigos de Gobierno Corporativo, entendiendo el significado del concepto, el alcance del principio “cumplir o explicar”, también se formula una caracterización de códigos a partir de la reciente emisión o actualización de ellos en países que en la mayoría son miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). Además se indica la importancia que tienen los códigos, y se enuncian los principales cambios propuestos en el año 2014 por esta organización a los Principios de Gobierno Corporativo (2014), asimismo, los comentarios que la Federación Internacional de Contadores (IFAC) ha realizado sobre la propuesta de la OCDE.

3.1 Aspectos generales

3.1.1 Concepto de Código

En el diccionario de ley editado por Martin y Law (2006) se encuentran dos acepciones para el concepto de “código”:

- (a) Una completa formulación escrita de un cuerpo de leyes,
- (b) Un cuerpo de normas para la elaboración de guías prácticas solamente, o que establece las normas de comportamiento profesional, pero no tiene fuerza de ley.

En el primer caso el sentido es de tipo legal, de cumplimiento obligatorio y alcanza diversas materias, por ejemplo podemos mencionar Código Civil, Código del Trabajo, Código de Comercio, Código de Justicia, entre otros.

En general los códigos existentes en gobierno corporativo quedan comprendidos en el segundo alcance, constituyendo un cuerpo de normas o de recomendaciones que se cumplen voluntariamente y se enmarcan en la autorregulación de las sociedades. Más adelante podremos observar que en la mayoría de los casos los códigos no son emitidos por organismos reguladores como las comisiones de valores.

3.1.2 Cumplimiento y flexibilidad de aplicación

El principio de “cumplir o explicar” es el fundamento de la flexibilidad del Código de Reino Unido y ha estado en funcionamiento desde comienzos del Código (1992). Este principio

es ampliamente aceptado por las empresas y los accionistas, además ha sido imitado a nivel internacional (FRC⁸, 2014).

En la mayor parte de los códigos se indica explícitamente que el cumplimiento de estas normas debe revelarse bajo el principio de “cumplir o explicar”. También se pueden encontrar códigos de carácter mixto, como es el caso del código alemán (modificado en junio de 2014) que comprende recomendaciones que se deben cumplir (usa la palabra “deberá”) y de no hacerlo explicar la razón o causa de la desviación y recomendaciones que se pueden divergir sin necesidad de declararlo (usa la palabra “debería”). Los códigos de gobierno corporativo debieran establecer una clara distinción entre las partes del código que no pueden dejar de aplicarse, las partes que se aplican siguiendo el principio «cumplir o explicar» y las que se aplican de forma meramente voluntaria (Diario Oficial de la Unión Europea, 2014).

Existen entidades que han emitido códigos de gobierno corporativo que no son obligatorios, cada empresa puede adoptar diferentes prácticas, el consejo de directores decide si adopta o no las recomendaciones dependiendo de las características de la empresa (tamaño, complejidad, historia y cultura), si no lo hace debe explicar indicando la recomendación no adoptada, período o práctica alternativa usada si la hubo y hacer revelaciones en cualquier caso, sea que hayan adoptado las recomendaciones o no lo hayan efectuado (ASX⁹ Corporate Governance Council, 2014; CNMV¹⁰ 2013). Las empresas deben indicar en una sección específica o una tabla las recomendaciones que no han implementado y las respectivas explicaciones (Francia, AFEP MEDEF¹¹, 2013). En 1992 ya se colocaba el acento en que, el código debía ser seguido a la luz de las circunstancias particulares (de las personas y de las empresas), ajustándose al espíritu del mismo y dando prioridad al fondo sobre la forma en la interpretación de sus recomendaciones (Cadbury, 1992).

Generalmente el pleno cumplimiento de las recomendaciones constituye una señal positiva al mercado de capitales, sin embargo, si se consideran las condiciones particulares de una

⁸ Financial Reporting Council (FRC), Reino Unido.

⁹ Australian Securities Exchange

¹⁰ Comisión Nacional del Mercado de Valores, España.

¹¹ Association Française des Entreprises Privées (Afed) and the Mouvement des Entreprises de France (Medef).

empresa, a veces no aplicar las disposiciones o recomendaciones podría permitir una administración más eficaz de la empresa (Diario Oficial de la Unión Europea, 2014).

El principio de “cumplir o explicar” constituye un elemento clave del gobierno empresarial europeo. Las empresas que se aparten del código de gobierno empresarial pertinente han de explicar en su declaración de gobierno corporativo qué partes del código no aplican y las razones para ello (Diario Oficial de la Unión Europea, 2014). Este principio ofrece a las empresas un margen de flexibilidad, al permitirles adaptar su gobierno corporativo a su tamaño, a la estructura de propiedad o a las especificaciones del sector al cual pertenece. Al mismo tiempo, impulsa la cultura de la responsabilidad, ya que induce a las empresas a considerar más en profundidad los regímenes de gobierno corporativo (Diario Oficial de la Unión Europea, 2014).

Aun cuando el principio de “cumplir o explicar” cuenta con amplio respaldo en las empresas, inversionistas y reguladores en diferentes países de la Unión Europea, en el Libro Verde de 2011 se expresa que parece haber deficiencias en la forma en que éste se aplica, más específicamente en lo que alcanza a la calidad de las explicaciones proporcionadas por las empresas cuando se apartan de las recomendaciones de un código de gobierno corporativo (Diario Oficial de la Unión Europea, 2014). Además de la información que deben facilitar en su declaración sobre gobierno corporativo, en algunos Estados miembros las empresas están obligadas igualmente a informar sobre la forma en que aplican los principales principios o recomendaciones del código (Diario Oficial de la Unión Europea, 2014).

En la Unión Europea, así como en otros países no existe un modelo único para presentar información sobre el gobierno corporativo. Hacerlo en una declaración general o disposición por disposición es aceptable siempre que tenga carácter informativo y sea útil para los accionistas, los inversionistas y otras partes interesadas (stakeholders). Las empresas deben evitar hacer declaraciones de carácter excesivamente general, que podrían dejar de lado aspectos importantes para los usuarios de los informes, también debe evitarse declaraciones muy superficiales que sean de escaso valor informativo. Asimismo, deben eludir proporcionar información muy detallada, dilatada en exceso que no permita hacerse una idea ajustada de la situación (Diario Oficial de la Unión Europea, 2014).

En algunos países existen comisiones especialmente dedicadas a realizar la supervisión del cumplimiento del código de gobierno corporativo, principalmente de las explicaciones que correspondan en el marco del principio de “cumplir o explica” (por ejemplo, Francia-AFEPMEDEF, 2013). Pocos son los estados miembros de la Unión Europea que disponen de organismos públicos o especializados para comprobar si la información facilitada es completa, particularmente sobre las explicaciones (Diario Oficial de la Unión Europea, 2014).

La regla de “explicar la no adopción” sirve para garantizar que el mercado recibe un nivel adecuado de información sobre las prácticas de gobierno que una entidad ha adoptado (ASX Corporate Governance Council, 2014).

La opción por el modelo de adopción voluntaria de un código puede inducir en las empresas a que haya interpretaciones del mismo, relajando el grado de cumplimiento (García Osma y Gill de Albornoz Noguera, 2004).

En general, los códigos se enmarcan en el cumplimiento voluntario y por tanto, en ambiente de autorregulación de la sociedad. La mayoría de los códigos se sustentan en el “principio de cumplir o explicar”, Haskovec (2012) arguye que en Europa la adopción casi universal de este enfoque deja la aplicación en gran medida a las fuerzas del mercado. Por otra parte, el mismo autor deduce que posiblemente Estados Unidos no tenga un código nacional porque por tradición se basa en reglamentos (Ley Común) y no en principios o en orientaciones que puedan ser interpretadas.

3.1.3 Principios, recomendaciones, guías, comentarios

No existe un solo modelo para la emisión de códigos, por lo tanto, los emisores los estructuran de distinta forma incorporando en algunos casos principios, en otros solo recomendaciones y en determinados casos agregan comentarios, también se presenta que a iguales conceptos le dan distintos nombres. A continuación, considerando solamente algunos países en donde se han emitido códigos entre los años 2013 a 2014, miembros de la OCDE excepto Rusia y Malasia, y tomando como fuente la información presentada por el European Corporate Governance Institute (ECGI¹²) se presentan distintas estructuras:

¹² http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php

Principios y recomendaciones (Australia, ASX, 2014; Rusia, EBRD¹³2014) o, Principios y guías (Japón¹⁴, 2014; Malasia¹⁵, 2014) código orientado a inversionistas institucionales o, Principios, criterios y comentarios (Italia, 2014) o, Solamente guías o pautas (Canadá, OSFI¹⁶, 2013) o, Solamente Recomendaciones (Francia, AFEP-MEDEF, 2013; España, CNMV, 2013; US, CII¹⁷, 2014) o, Recomendaciones y sugerencias (Alemania, 2014) o, Recomendaciones y comentarios (Noruega, 2014) o, Principios (principal y de apoyo) y disposiciones (Reino Unido, 2014).

Los códigos pueden contener guías para orientar a empresas de sectores en particular, por ejemplo instituciones financieras reguladas por el gobierno (Canadá, OSFI, 2013).

“Es importante que las empresas gocen de buenas relaciones con la sociedad en su conjunto, y en particular con los grupos de interés que se ven afectados por sus actividades de negocios. Por lo tanto, las empresas deben prestar especial atención al establecimiento de directrices para sus actividades que tengan en cuenta estas cuestiones” (NCGB, 2014).

3.1.4 Materias abordadas en los códigos

Con relación a las materias contenidas en distintas leyes vigentes en cada país, podemos observar que en el caso de España (2013) el código comprende solamente aquellas que no quedan comprendidas en la legislación; en el caso de Noruega (2014) el código contiene además disposiciones establecidas en la ley y reglamentaciones y en sus revisiones incorpora los cambios que hayan afectado a éstas; en Canadá (2013) las disposiciones del código complementan diferentes leyes vigentes; en Reino Unido (2014) algunos principios y disposiciones incluyen aspectos señalados en leyes.

Las principales materias comprendidas en los códigos de gobierno corporativo: Roles y responsabilidades de directores y gerentes; consejo adecuado en tamaño, composición, competencias y compromiso para un desempeño eficiente; actuar ético y responsable; integridad en la información corporativa; revelación oportuna y equilibrada a los tenedores de valores; respeto de los derechos de los tenedores de los valores; reconocimiento y

¹³ Moscow Exchange, OECD, European Bank for Reconstruction and Development, Rusia.

¹⁴ Tokyo Stock Exchange, Inc. (2009). Principles of Corporate Governance for Listed Companies.

¹⁵ Minority Shareholder Watchdog Group (MSWG) and Securities Commission Malaysia. (2014). Malaysian Code for Institutional Investors.

¹⁶ Office of the Superintendent of Financial Institutions, Canada.

¹⁷ The Council of Institutional Investors (CII), US.

gestión del riesgo; remuneración justa y responsable de los consejeros y de altos ejecutivos (por ejemplo en Australia). En otros casos agregan el rol del Comité de auditoría (por ejemplo OSFI, 2013 en Canadá), o incorporan la comunicación y la interacción de la empresa con otras partes interesadas (stakeholders) (por ejemplo, Dinamarca, CCG¹⁸, 2014; Japón, 2009), o se refieren específicamente a las tomas de control (Noruega, 2014), o colocan atención en la evaluación del desempeño individual de los miembros de los organismos administradores (Portugal, 2014; Reino Unido, 2014), o la evaluación individual solamente alcanzan al Presidente del Consejo y al Gerente General (España, 2013). Por otro lado, se incorpora explícitamente la figura del secretario corporativo, persona independiente (no es un consejero), responsable de las interacciones con los accionistas, de la coordinación de las actividades tendientes a la protección de los derechos de los accionistas y al apoyo del Consejo de directores (Rusia, EBRD, 2014; España, 2013). Otro tema relevante es el alineamiento de la remuneración de los ejecutivos con el éxito de largo plazo de la compañía, y demostrarlo a los accionistas (Reino Unido, 2014). Así como la responsabilidad de proporcionar la información para dar una visión clara y más amplia de la solvencia, la liquidez, la gestión de riesgos y la viabilidad (Reino Unido, 2014).

3.1.5 Orientación del código

Los códigos de gobierno societario contienen recomendaciones sobre las prácticas de buen gobierno y su énfasis dependerá del enfoque de gobierno corporativo que se adopte, pudiendo orientarse al alineamiento de los intereses de los administradores de la empresa con los aportantes de capital (accionistas o dueños), o a la protección del accionista minoritario de la expropiación por parte de controladores, o a la protección de derechos e intereses de las partes interesadas (stakeholders), o a la orientación de inversionistas institucionales que actúen en calidad de fiduciarios, y en todos los casos a suministrar información verdadera sobre la gestión de los recursos, de los negocios y su control. En algunos países existen códigos especialmente orientados a guiar a los inversionistas institucionales en el ejercicio de sus responsabilidades, para asegurar la entrega de valor sostenible a largo plazo para sus beneficiarios o clientes finales (Reino Unido, 2012a¹⁹; Japón, 2014; Malasia, 2014)

¹⁸ Committee on Corporate Governance, Dinamarca.

¹⁹ Financial Reporting Council (2012). The UK Stewardship Code.

3.1.6 Estructura del Consejo

Las características del modelo de Consejo según Maassen (2002):

Modelo denominado “One-Tier” o unitario: compuesto por directores ejecutivos y no ejecutivos que operan en un solo Consejo responsable de la gestión y de la supervisión. La formación de comités es obligatoria o recomendada. La dualidad Presidente del Consejo y Gerente General está permitida. Es una estructura que integra las decisiones de gestión y las decisiones de control.

Modelo denominado “Two-Tier”: compuesto por directores ejecutivos y no ejecutivos operan en Consejos separados, Consejo de supervisión a cargo de las decisiones de control y Consejo de Administración a cargo de las decisiones de gestión. La formación de comités es recomendada. La dualidad Presidente del Consejo y Gerente General, no es posible.

El término “Consejo” empleado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) en los principios de gobierno corporativo, pretende incluir los diferentes modelos nacionales de estructuras de Consejos en los países miembros. En el sistema two-tier, dual o de dos niveles, el término “Consejo” empleado en los Principios se refiere al “Consejo de Supervisión”, mientras que el término “directivos clave” se refiere al “Consejo de Administración”. En el sistema one-tier, el término “Consejo” está referido a un solo consejo unitario que comprende a ambos y existe un comité de control interno que lo supervisa (OCDE, 1999).

Los códigos incorporan estructuras de consejos de tipo unitario (Reino Unido, Italia²⁰) o dual (por ejemplo, Canadá, Noruega, Portugal), en otros casos la legislación permite elegir entre una estructura suprema de gobierno o una estructura central de gobierno²¹, no obstante para sociedades cotizadas se aconseja que deben tener un consejo de directores y un consejo ejecutivo, ya que esta estructura proporciona una interacción constructiva y creadora de valor entre los dos órganos de gobierno (por ejemplo, Dinamarca, CCG). En el caso de Japón se puede elegir entre tres estructuras de consejo²², y es así como cada

²⁰ El Consejo de Administración estará integrado por los consejeros ejecutivos y no ejecutivos, que deben ser adecuadamente competente y profesional. Ver en http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_code_italy_14july2014_en.pdf

²¹ Se puede observar lo señalado en el Código para empresas danesas en http://www.ecgi.org/codes/documents/recommendations_cg_denmark_may2014_en.pdf

²² a) Compañía con comités, b) Un Consejo de directores centrado en directores externos, o, c) Selección de auditores externos y colaboración con Consejo de auditores internos, auditores externos. Ver en http://www.ecgi.org/codes/documents/principles_japan_dec2009_en.pdf

sociedad cotizada está obligada a divulgar suficientemente los detalles de su estructura de gobierno corporativo y las razones de la selección de una estructura particular, y siempre se enfatiza separadamente el rol de supervisión a la actuación y a la gestión de los ejecutivos. En el código de Noruega se expresa claramente que el Consejo de directores tiene una función de control y una función de gestión, no en el día a día, sino en asuntos de alto nivel, de carácter extraordinario o de gran importancia, además incluye la elaboración de estrategias, presupuestos y directrices para las actividades de la empresa.

La función fundamental del Consejo se integra por tres responsabilidades: estratégica, de vigilancia y de comunicación. Esto es, aprobar las políticas y estrategias de la compañía, controlar las instancias de gestión y servir de enlace con los accionistas (CNMV, 2013). El Consejo ha de estar informado de la gestión de la sociedad y coordinado con los ejecutivos que la dirigen, por ello, es conveniente que formen parte de éste personas importantes que integren el equipo de gestión, así como el principal ejecutivo (Gerente General o CEO) (CNMV, 2013).

3.1.7 Participación de los empleados

Algunos códigos incorporan aspectos referidos a la participación de los empleados (Alemania) o cuando las participaciones en poder de este grupo supera el 3% del capital social (Francia²³), o bien sobre un determinado número de empleados o cuando constituyen asambleas corporativas (Noruega).

3.1.8 Dualidad de rol como Presidente y como Gerente General

Esta dualidad, acumulación de cargos, tiene ventajas tales como: otorgar a la compañía un liderazgo en el ámbito interno y en el externo, reducir los costos de información y coordinación que puedan generarse. La principal desventaja es la concentración de mucho poder en manos de una persona (CNMV, 2013).

La separación del rol de Presidente del Consejo y del Gerente General, es fundamental para mantener la independencia del consejo, así como su capacidad para ejecutar eficazmente su mandato (OSFI, 2013).

²³Se puede observar en http://www.ecgi.org/codes/documents/afep_medef_code_revision_jun2013_en.pdf

En caso de presentarse la dualidad de roles, es recomendable nombrar un director independiente que sea el director líder (lead director²⁴), encargado de coordinar a los consejeros externos (CNMV, 2013). Hay percepciones fuertes que este tipo de consejeros conducen a un aumento del buen gobierno (Aguilera, 2005).

En algunos países puede presentarse esta dualidad (España, 2013; EEUU²⁵, 2011), en cambio en otros no puede darse, está explícitamente señalado en el Código (Noruega, 2014; Reino Unido, 2014).

Cabe señalar que en el caso de Estados Unidos, la Ley de Mercado de Valores de 1934 permite que la Comisión de Valores (SEC, sigla en inglés) emita reglas que rigen al emisor de valores, respecto de la divulgación de información sobre la elección de una misma persona para desempeñar los roles de Presidente del Consejo y de Gerente General, también debe hacerlo si los roles se cumplen por personas distintas.

Atkins, comisionado de la SEC, en 2008 señalaba que las leyes de Mercado de Valores y Sociedades cotizadas no permiten a la SEC intervenir en el gobierno corporativo interno de las corporaciones; más bien, proporcionan autoridad limitada para que requiera que las empresas proporcionen información sobre diversos aspectos de su gobierno corporativo.

3.1.9 Emisores

Los emisores de códigos de gobierno corporativo entre los años 2013 a 2014 pueden agruparse como sigue:

- (i) Organismos reguladores (España, CNMV, 2013; Canadá, OSFI, 2013; Japón²⁶, 2014; Malasia, SC²⁷, 2014; Reino Unido, FRC, 2014)
- (ii) Comisiones o Consejos reconocidos por el regulador o por el gobierno del país (Australia, ASX, 2014, Alemania²⁸, 2013, Noruega²⁹, 2014)

²⁴ Rol desarrollado por las bolsas de valores como consecuencia de algunos escándalos corporativos de alto perfil, que ha mejorado el gobierno corporativo de importantes empresas en Estados Unidos (PwC, 2010).

²⁵ En Estados Unidos la legislación es por Estado. En la ley de sociedades cotizadas de Dakota del Norte establece la separación de las funciones de presidente y CEO (Atkins, 2008)

²⁶ Financial Services Agency, Japón.

²⁷ The Securities Commission Malaysia (SC)

²⁸ Government Commission on the German Corporate Governance Code.

²⁹ The Norwegian Corporate Governance Board

- (iii) Comisiones, asociaciones, bolsas (Dinamarca, CCG, 2014; Francia, AFEP-MEDEF, 2013; Italia³⁰, 2014; Portugal³¹, 2014; Rusia, 2014; US, CII, 2013).

La revisión de códigos de algunos países que han sido emitidos recientemente, en los años 2013 y 2014 y publicados por el European Corporate Governance Institute (ECGI), solamente tiene como propósito presentar características que se observan en ellos, sin pretender agotar el tema y quedando el trabajo sujeto a mejoras.

3.2 Importancia de los códigos de gobierno corporativo

Los códigos de gobierno corporativo son importantes porque proporcionan un marco para impulsar y desarrollar el buen gobierno societario (Cadbury, 1992). Los códigos de buen gobierno tienden a desarrollarse en países donde el sistema legal protege menos a los accionistas de las malas prácticas del Consejo (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2004). Sin embargo, el tipo de sistema legal limita la eficiencia en la aplicación de los códigos de gobierno corporativo, en países con Ley Común (anglosajones) el uso de ellos puede ser impuesto, en cambio en países con Ley Civil no pueden hacer cumplir la aplicación de los códigos de buen gobierno con la fuerza de la regulación (es muy difícil darles ese carácter) (Cuervo, 2002). Los códigos elaborados en los países con Ley Común o países con mayor protección legal de los inversionistas, incorporan un menor número de medidas de buen gobierno que en los países con Ley Civil o donde la protección legal es más débil (Lopez-Iturriaga y Pereira-do Carmo, 2006). La flexibilidad en la regulación del gobierno corporativo juega un papel crucial, ya que las empresas no son entidades homogéneas (Arcot y Bruno, 2007).

El funcionamiento adecuado de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas es un requisito fundamental para mejorar el valor corporativo de forma continua, y los objetivos subyacentes de gobierno corporativo son proporcionar un entorno para esta mejora (Tokyo Stock Exchange, Inc., 2009).

La importancia que tienen los códigos se puede observar en la creciente adopción de los mismos a través del mundo, además de la actualización y mejoras que frecuentemente se

³⁰ Italian Corporate Governance Committee. Italian Stock Exchange (Borsa Italiana S.p.A.).

³¹ Instituto Português de Corporate Governance (IPCG).

les incorpora³² y de la recomendación emitida por la Comisión Europea 2014/208 orientada a mejorar la calidad de los informes de gobierno corporativo para que los inversionistas, accionistas y partes interesadas puedan tener adecuado conocimiento e información para la toma de decisiones.

Aun cuando la referida recomendación se aplica a las empresas que estén obligadas a presentar una declaración sobre gobierno societario según la Directiva 2013/34/UE, y que deban dar explicaciones en caso de que decidan apartarse de las recomendaciones del código o los códigos pertinentes, hay aspectos que son aplicables en cualquier parte del mundo.

Por lo tanto, considerando la recomendación de la Comisión Europea, las empresas en cualquier país deberían indicar claramente cuáles recomendaciones específicas no han aplicado, y, para cada caso de no aplicación de una recomendación individual revelar lo siguiente:

- a. explicar de qué manera han desatendido esa recomendación;
- b. describir las razones que justifican esa decisión;
- c. describir cómo adoptaron la decisión de desatender la recomendación;
- d. cuando la no aplicación sea temporal, explicar cuándo prevén atender la recomendación específica;
- e. cuando proceda, describir la medida adoptada en lugar del cumplimiento de la recomendación y
- f. explicar cómo contribuye esa medida al logro del objetivo subyacente de la recomendación específica o del código en su conjunto; o aclarar cómo contribuye al buen gobierno societario.

Además, se aconseja seguir el mismo orden de las recomendaciones que figuran en el código pertinente, de manera que los accionistas, los inversionistas y otras partes interesadas puedan encontrarlas fácilmente.

Es así como al disponer de información de mayor calidad referida al gobierno corporativo, se reduce la asimetría de información entre los accionistas y los directivos y se puede

³² Se puede observar en la página del http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php

evaluar a los responsables de la dirección y gestión de los negocios. El objeto de todos estos códigos no es otro que disminuir las asimetrías de información, con lo que se establecería un círculo virtuoso, pues ello haría disminuir el costo de los fondos propios y como consecuencia de ellos el costo de capital ponderado, o lo que es lo mismo, la tasa a la que se descuentan los flujos para evaluar proyectos, por lo tanto, se aceptarían proyectos que en otras circunstancias se rechazaría y, finalmente, estos nuevos proyectos harían aumentar la rentabilidad de la empresa (Khurana, Pereira y Martin, 2006).

Las recomendaciones tienen por objeto garantizar la confianza en las empresas a través de la provisión de información oportuna, así como la transparencia. La idea fundamental es que sea atractivo invertir en las empresas. El gobierno corporativo y la creación de valor económico facilita a las empresas la obtención de capital, y reduce los costos a las mismas (COG, 2013).

Los códigos de gobernanza empresarial tienen por objeto establecer, en las empresas admitidas a cotización en Europa, principios de buena gobernanza empresarial basados en la transparencia, la rendición de cuentas y una perspectiva a largo plazo. Prevén una serie de criterios y mejores prácticas para las empresas, lo que les permite tener un mejor rendimiento y contribuye, por tanto, a promover el crecimiento, la estabilidad y la inversión a largo plazo (Diario Oficial de la Unión Europea, 2014).

Además, la necesidad e importancia de conocer acerca de las prácticas que realiza cada empresa en materia de gobernanza se puede sustentar con lo señalado en el informe Cadbury (1992), que indica que los consejeros son libres para conducir las empresas, pero en un marco de transparencia y de divulgación de la información (accountability) y que esa es la esencia de cualquier sistema de buen gobierno corporativo.

Los códigos de gobierno corporativo por sí solos no pueden utilizarse en la prevención de los escándalos financieros, en cada organización debe promoverse una cultura de buen gobierno para evitar la corrupción y para tener un sistema de gobierno donde las medidas de control interno sean efectivas (Adewale, 2013).

Los códigos de buen gobierno constituyen una herramienta fundamental para aumentar la eficacia de los sistemas de gobierno corporativo (Enrione, Mazza y Zerboni, 2006), sirven

para establecer mecanismos que aseguren la supervivencia y la transparencia de las empresas (García Osma y Gill de Albornoz, 2004) y además pueden ser usados como referencia para evaluar el desempeño del Consejo (Haskovec, 2012).

3.3 Principios de gobierno corporativo de la OCDE

En esta sección se revisará brevemente los principios de gobierno corporativo emitidos por la OCDE, los cambios que se propone realizar a los mismos durante el año 2015, las duras críticas realizadas por la Federación Internacional de Contadores, y aspectos de la metodología para la evaluación de los principios de gobierno corporativo (emitida por la OCDE en 2006), finalmente se presentan algunos aspectos generales que destacan a los países indicados y que justifica que sean de interés del investigador.

3.3.1 Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) ha sido considerada como el referente internacional para el gobierno de las empresas, esto porque los principios formulados por esta organización, en 1999 y revisados en 2004, han sido incorporados en los códigos de distintos países y además han sido aceptados por organismos internacionales tales como: el Fondo Monetario Internacional³³, Foro sobre la Estabilidad Financiera³⁴. No obstante, antecedió a este trabajo el esfuerzo realizado en varios países (por ejemplo, Reino Unido, 1992; Canadá, 1994; Francia y Australia, 1995; España, 1996; Bélgica y Alemania, 1998)³⁵, los documentos surgieron de iniciativas privadas, de distintas asociaciones y colocaron el énfasis en el buen funcionamiento de los Consejos.

En todo caso, los Principios de la OCDE representan la primera iniciativa de cualquier otra organización intergubernamental para desarrollar elementos de base de un régimen de buen gobierno corporativo (OCDE, 1999).

Los Principios no constituyen un modelo único de gobierno corporativo, en la formulación de ellos se ha tenido en cuenta la distinta realidad de los países. Los principios no son

³³ El Fondo Monetario Internacional ha incorporado la materia de Gobierno Corporativo, en los tópicos a revisar en los Informes sobre la Observancia de Normas y Códigos (siglas en inglés ROSC).

³⁴ El Foro sobre la Estabilidad Financiera fue sucedido, en 2009, por el Consejo de Estabilidad Financiera que mantiene entre los criterios clave los Principios de Gobierno Corporativo emitidos por la OCDE.

³⁵ Se ha considerado la información publicada en http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php

vinculantes, constituyen una referencia a los emisores de códigos, y a otros usuarios. La aplicación de estos principios en el desarrollo de los marcos de gobierno corporativo es decisión del Gobierno en cada país y de los participantes en los mercados, tomando en cuenta los costos y los beneficios que implique (OCDE 1999). Los Principios son de naturaleza evolutiva, debiendo de revisarse cada vez que surja un cambio significativo en su contexto económico, social, legal y cultural, y de los participantes del mercado en el desarrollo de sus propias prácticas.

La OCDE ha expresado que “no existe un modelo único de gobierno corporativo. No obstante, el trabajo realizado tanto en los países de las relaciones entre el cuerpo OCDE como en los países no-miembros e incluso en el seno de la Organización, ha servido para identificar algunos elementos comunes que subyacen al buen gobierno corporativo. Los Principios toman estos elementos como referencia, y han sido formulados para que abarquen los diferentes modelos existentes” (OCDE, 2004 b).

Los Principios de gobierno corporativo emitidos por la OCDE que están vigentes desde 2004, son los siguientes:

I. Garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo.

El sistema de gobierno corporativo deberá contribuir a la transparencia y la eficiencia de los mercados, ser coherente con el régimen legal y definir claramente la división de responsabilidades entre las autoridades competentes en materia de supervisión, de regulación y ejecución de las normas y leyes.

II. Los derechos de los accionistas y las funciones clave en el ámbito de la propiedad.

Un sistema de gobierno corporativo debe proteger y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas.

III. Trato equitativo de los accionistas.

Un sistema de gobierno corporativo debe garantizar un trato equitativo de todos los accionistas, incluidos los accionistas minoritarios y extranjeros. Todos los accionistas deben poder obtener una reparación efectiva a cualquier violación de sus derechos.

IV. Papel de las diferentes partes interesadas en el gobierno de la empresa.

Un marco de gobierno corporativo debe reconocer los derechos de las diferentes partes interesadas establecidas por la ley vigente o por los acuerdos mutuos y promover la cooperación activa entre las sociedades y las diferentes partes interesadas para crear riqueza y empleos y para facilitar la permanencia de empresas financieramente solventes.

V. La transparencia y la divulgación de información.

Un sistema de gobierno corporativo debe asegurar la revelación oportuna de información exacta sobre todas las materias importantes en relación con la empresa, incluida la situación financiera, los resultados, la participación en la propiedad y el gobierno de la empresa.

VI. Responsabilidades del Consejo.

Un sistema de gobierno corporativo debe asegurar la orientación estratégica de la empresa y el control efectivo de la gestión por parte del Consejo, así como la responsabilidad y la lealtad del Consejo frente a la empresa y a los accionistas.

La OCDE consciente que los Principios de Gobierno Corporativo han sido durante mucho tiempo una de las fuentes más influyentes de pautas de gobierno corporativo para los reguladores, bolsas de valores, los inversionistas y para las empresas en el mundo, el 14 de noviembre de 2014 invitó a participar en la consulta pública del proyecto de actualización de los principios. Los Principios de la OCDE para el gobierno corporativo se están actualizando para asegurar el mantenimiento de una elevada calidad, la pertinencia y utilidad, teniendo en cuenta los acontecimientos recientes en el sector empresarial y los mercados de capitales (OECD, 2014 a).

Los Principios de la OCDE (antes de los cambios propuestos para 2015) han sido criticados por ser demasiado amplios (Tricker, 2009), lo que ocurre es porque la OCDE ha tratado de incorporar en esos preceptos las situaciones de todos los países (o jurisdicciones) a nivel mundial. La OCDE en la metodología para la evaluación de la implementación de los principios (OCDE, 2006), advierte que debe tenerse en cuenta la realidad de cada país, es decir, los diferentes contextos legales, económicos y sociales. Además, indica que cuando se evalúa la aplicación de los principios en una jurisdicción lo que es evaluado es una combinación de elementos que comprende marco jurídico, funcionamiento del mercado de capitales y las prácticas de las empresas. Una serie de principios no debe ser evaluados

en forma aislada, los principios y sub principios son interdependientes, es decir están estrechamente interrelacionados (OCDE, 2006).

A continuación se presenta un breve resumen del proyecto de actualización y los cambios que ha destacado la OCDE (McRitchie, 2014).

El proyecto introduce o amplía una serie de temas que eran intrascendentes en 2004, varios de los cuales vale la pena señalar, incluyendo:

- a) Acceso a la votación a distancia. Los accionistas deben tener acceso a las votaciones de la compañía.
- b) Accionistas candidatos nominados a director. El Consejo tiene la responsabilidad de considerar los candidatos propuestos por los accionistas.
- c) Política de divulgación de gasto. Considerado una buena práctica para permitir a los inversionistas exigir cuentas al Consejo y a la gerencia de los fondos de la compañía.
- d) Estructura de liderazgo del Consejo. Las empresas deben revelar la razón de la combinación de las funciones de CEO / Presidente. La separación de los roles es generalmente considerada como una buena práctica, aunque la designación de un director líder con autoridad claramente definida es considerado como una alternativa práctica buena en algunas jurisdicciones.
- e) Auditoría interna. Las grandes empresas deben fomentar tener una función de auditoría interna para supervisar el sistema de control interno.
- f) La gestión de riesgos. Las empresas de todos los sectores con gran o compleja exposición al riesgo (financiero y no financiero) deben considerar una estructura de información que incluya el informe directo de la compañía al Consejo en materia de gestión de riesgos. Los consejeros deben considerar el establecimiento de comités de riesgos para apoyar al Consejo y ayudar a evitar la sobrecarga del comité de auditoría.

3.3.2 Comentarios de la Federación Internacional de Contadores (IFAC)

La Federación Internacional de Contadores³⁶, en enero 2015 hizo comentarios al proyecto formulado por la OCDE (OECD, 2014 b), criticando que hay excesivos cambios propuestos en los Principios que pueden parecer cosméticos e insta a aprovechar la oportunidad de

³⁶ International Federation of Accountants (IFAC).

mejorar los Principios para alentar a los diversos grupos de interés a interiorizar el espíritu de ellos, en lugar de tratar el gobierno corporativo como un mero ejercicio de cumplimiento.

La IFAC coloca su atención en:

- a) Ampliar el objetivo de desarrollo económico, ambiental y desempeño social: Mayor enfoque en la creación de más valor económico, social y ambiental sostenible (según la propia declaración de la misión de la OCDE, además, enfocándose no solamente en los accionistas sino en el resto de las partes interesadas (stakeholders). Las organizaciones se benefician cuando los accionistas y otras partes interesadas tienen más interés en las perspectivas a largo plazo de la organización, manteniendo el Consejo y el liderazgo responsable para un rendimiento sostenible en general, no sólo los resultados financieros a corto plazo (IFAC, 2015).
- b) Enfocar los principios en los políticos, los reguladores y participantes del mercado como las bolsas de valores: IFAC crítica que el enfoque es hacia varias audiencias. Que existe una participación muy limitada de otras partes interesadas involucradas en el proceso de gobierno corporativo, como los accionistas, empleados, miembros de la junta, y corporaciones. IFAC sugiere que la OCDE con ese enfoque indique con mayor claridad, lo que podrían y deberían hacer para mejorar aún más el gobierno en sus jurisdicciones. Señala que hay muchos otros códigos de gobierno corporativo específicamente dirigidos a las sociedades, pero pocos (quizá ninguno) están dirigidos específicamente a los gobiernos y a los reguladores (IFAC, 2015).
- c) Enfocar los principios en los resultados deseados: los Principios podrían formularse mejor en un nivel meta, por ejemplo, centrado en las medidas generales o resultados deseados ("lo que queremos lograr"), en lugar de incluir disposiciones detalladas/prescripciones ("las aportaciones normativas") que difieren entre jurisdicciones y que rápidamente se vuelven obsoletos (IFAC, 2015).
- d) Detallar menos y hacer referencia a fuentes actualizadas e internacionalmente aceptadas: "Por ejemplo, en muchas áreas, la guía de aplicación de los Principios incluye texto que ya no corresponde a las buenas prácticas actuales, como por ejemplo en el área de gestión de riesgos y control interno. Por otra parte, el documento incluye contenido que se convertirá en obsoleto rápidamente debido a la rápida evolución de la gestión empresarial, tales como la divulgación y la sección Transparencia (Sección V de los Principios), ya que hay muchos avances en este ámbito" (IFAC, 2015). IFAC también sugiere que los Principios y Anotaciones podría

hacer referencia explícita a los conjuntos de normas que se consideran como de alta calidad e internacionalmente aceptadas, es el caso de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) para la información financiera, las Normas Internacionales de Auditoría (NIA) para la auditoría, y el Código de Ética para Contadores Profesionales cuando se habla de la independencia del auditor. Por otra parte, sería conveniente garantizar que las revelaciones que se proponen y que se describen son consistentes con los requerimientos de estas normas.

La IFAC cree que hay dos opciones para la OCDE a considerar en la revisión de los Principios (i) actualizar el texto y comprometerse a un calendario riguroso de cambios frecuentes, similares a los otros códigos de gobierno tales como el código de International Corporate Governance Network (ICGN), que se actualiza anualmente, (ii) considerar la revisión de los Principios para que se escriban más centrado en los resultados deseados y menos en la guía de implementación detallada para lograr esos resultados (IFAC, 2015).

- e) Revelar información útil para la toma de decisiones: IFAC expresa que la información que se prepara únicamente con fines de cumplimiento normativo, y que es requerida por reguladores, podría ser mejor comunicarla directamente a ellos, o bien mediante un vínculo web, pero no incluirla en las revelaciones públicas de las sociedades (IFAC, 2015).
- f) Enfatizar el rol del Comité de Auditoría³⁷: La posibilidad de hacer referencia explícita en los Principios al rol fundamental del comité de auditoría en materia de gobierno corporativo e ilustrar más claramente ese papel en las notas (IFAC, 2015).

Frente a los comentarios realizados por la IFAC, particularmente aquel referido a que la OCDE debe enfocar los principios en los resultados deseados, a continuación se presenta un breve resumen del documento emitido en el año 2006 “Methodology for assessing the implementation of the OECD Principles on Corporate Governance”³⁸. Mayor detalle sobre esa metodología se abordará en el Capítulo IV, en Estudios empíricos, Incorporación de los principios de gobierno corporativo de la OCDE en el marco legal y normativo chileno, en el Marco Teórico.

³⁷ El establecimiento de los comités de auditoría en las sociedades cotizadas fueron alentados en 1939 por la Comisión Securities Exchange Commission (SEC) y la Bolsa de Nueva York después del caso McKesson y Robbins (ventas falsas y sobrevaluación de los activos) (Birkett, 1986).

³⁸ La metodología también es utilizada por el Banco Mundial en su programa de establecimiento de Informes sobre la Observancia de Normas y Códigos (sigla en inglés ROSC).

3.3.3 Metodología para evaluar implementación Principios OCDE

La metodología está diseñada para facilitar las evaluaciones de prácticas de gobierno corporativo, en un entorno en el cual las características específicas del gobierno de las empresas pueden variar mucho. Esta consideración resulta tan significativa que a cada Principio se le asigna una evaluación, sin embargo la importancia de cada uno de los principios en el marco de un sistema de gobierno corporativo puede variar de un país a otro, dependiendo de factores como por ejemplo: del nivel de concentración de la propiedad, del marco jurídico y legal, de las costumbres.

Las instrucciones se dan para evaluar las situaciones reales en relación con los resultados recomendados en el principio o sub principio. Concluye en cada caso con los criterios esenciales que sugieren las prácticas observadas y la intención (espíritu) del principio, conceptos que son necesarios y fundamentales para llegar a juzgar y emitir una clasificación en alguna de las categorías de evaluación. Para cada principio se especifica el criterio esencial, que corresponde al resultado más específico que se propone alcanzar, resultando más fácil de verificar por parte de un evaluador para juzgar de manera eficaz la aplicación, manteniendo al mismo tiempo la equivalencia funcional. El criterio esencial se refiere separadamente a las prácticas de gobierno corporativo, a la legislación y normas regulatorias, a las medidas de ejecución, a los sistemas de reparaciones y de sanciones (OCDE, 2006).

De esta manera se logra lo que propone la IFAC, es decir necesariamente debe incorporarse la metodología como complemento de los Principios de gobierno corporativo enunciados por la OCDE.

Además se debe destacar que la OCDE al año 2014 ha desarrollado una revisión de distintos temas, sobre la base de los principios de gobierno corporativo vigentes desde 2004, con el propósito de facilitar la aplicación efectiva de estos y de ayudar a los participantes del mercado y a los responsables de las políticas para responder a los riesgos emergentes de gobierno corporativo. Las siguientes materias han sido revisadas: Prácticas del Consejo en relación con la gestión de incentivos y riesgos asociados (2011), Rol de los inversionistas institucionales en la promoción del buen gobierno corporativo (2011), Transacciones entre Partes Relacionadas y derechos del accionista minoritario (2012), Nominación y elección de los miembros del Consejo (2012), Supervisión y Aplicación en

Gobierno Corporativo (2013) y Gestión de Riesgos y Gobierno Corporativo (2014). No es la intención pormenorizar cada una de ellas, sino resaltar que aunque la OCDE no ha emitido un nuevo cuerpo de principios actualizados a 2014, si ha revisado y actualizado separadamente por temas.

3.3.4 Países de interés

Finalmente se presenta algunos alcances globales referidos a España, Chile, Estados Unidos, Reino Unido y Alemania.

En España existe un código de gobierno corporativo que no incorpora “entre sus recomendaciones los preceptos legales aplicables”. La legislación deja en libertad a cada sociedad de seguir o no las recomendaciones de gobierno corporativo, pero les exige que, cuando no lo hagan, revelen los motivos de la decisión, con el propósito de que los accionistas, los inversionistas y los mercados en general puedan juzgarlos.

En Chile no existe un código de gobierno corporativo, la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) ha fomentado por la vía de la autorregulación el mejoramiento de los estándares de gobierno corporativo (García, 2014). En noviembre de 2012, la SVS emitió la Norma de Carácter General N° 341 que establece un mecanismo para la difusión de información respecto de los estándares de gobierno corporativo adoptados por las sociedades anónimas abiertas. Es posible que esta norma emitida por el regulador sea la motivación para que algunas empresas hayan creado Códigos de Autorregulación, aun cuando no hay reconocimiento formal desde las sociedades (Zegers y Consiglio, 2013). Las bolsas de valores existentes en Chile no han generado ningún código a diferencia de la experiencia en otros países.

La legislación y normativa establece que en los informes anuales (memoria) se debe incluir el informe de gestión anual del Comité de directores. En el caso particular de Chile, muchas de las normas relativas al fortalecimiento de los gobiernos corporativos se encuentra en leyes de la República, entre las cuales las más importantes son normas contenidas en la ley de OPAS y en la ley de Mercados de Capitales II³⁹, además de circulares de la Superintendencia de Valores y Seguros y de normas de funcionamiento del mercado

³⁹ Ley 20.190 (Mercado de Capitales II) Introduce adecuaciones tributarias e institucionales para el fomento de la industria de capital de riesgo y continúa el proceso de modernización del mercado de capitales.

contenidas en las regulaciones que se ha dado la propia Bolsa de Comercio de Santiago. No obstante ello, la institución privada sin fin de lucro, Centro de Gobierno de la Empresa, conformado por instituciones académicas, y del sector privado redactaron un documento, que podría ser considerado como un modelo de código explícito, que se publicó a fines del año 2007: Principios Generales de Gobiernos Societarios para las Empresas Chilenas (2007)⁴⁰.

En Estados Unidos no existe un código de gobierno federal, solamente existen códigos en algunos estados. La legislación SOX (Ley Sarbanes-Oxley), en 2002, fue una reacción a la crisis financiera evidenciada con casos como Enron, WorldCom, con esta ley se enfrentó fallas sistémicas de gobierno corporativo fortaleciendo el vínculo de los auditores y en cierta medida el papel de los consejeros, sin modificar el modelo básico de gobierno corporativo subyacente en el país (Jackson, 2010).

En Reino Unido, los lineamientos de Gobierno Corporativo (códigos) se han convertido en mucho más importante en la toma de decisiones corporativas desde la emisión de la U.K. Cadbury Report, en 1992 (Lama, 2012). Es un país pionero en la regulación del buen gobierno corporativo (Arcot y Bruno, 2007).

En Alemania, la estructura de consejo dual está prescrito por la ley para las sociedades anónimas alemanas y bajo ciertas circunstancias los trabajadores están representados en el Consejo de Supervisión.

3.4 Conclusiones

El gobierno corporativo es un proceso, no un estado (Claessens, 2003). Por lo tanto, los códigos que contienen los principios, recomendaciones o guías también deben ser revisados periódicamente y reflejar en ellos los cambios acontecidos en el contexto legal, económico y social.

La naturaleza de voluntariedad del cumplimiento de los códigos es evidenciada en el hecho que en general los emisores de ellos no son los organismos reguladores, sino asociaciones o agrupaciones preocupadas por la calidad del funcionamiento de los mercados de

⁴⁰ Actualmente no se encuentra evidencia del documento ni de la entidad. Ver "Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile", Fernando Lefort, 2008.

capitales, con énfasis en el cuidado para agregar valor a las empresas y atraer a los inversionistas.

La estructura que se adopte del Consejo puede ser cualquiera (unitario, dual u otro), en cualquiera de ellos el Consejo siempre será responsable de la estrategia, del control del quehacer en el negocio y de la evaluación de los riesgos inherentes al negocio y en su interacción con otros.

Los códigos en general colocan el énfasis en los accionistas, los inversionistas y en aumentar el valor económico de la empresa. No obstante, no puede descuidarse a los grupos de interés (stakeholders) y a los inversionistas institucionales.

La evaluación de las prácticas de gobierno corporativo es tarea de los inversionistas y del mercado, por ello es tan importante la aplicación del principio de “cumplir o explicar”.

Existen muchos Códigos a nivel mundial, existen códigos por países, por estados y también por empresas. Lo importante es que expliciten claramente el modelo de gobierno corporativo utilizado, y que se desarrollen en el contexto de la autorregulación.

CAPITULO IV: CUMPLIMIENTO EN CHILE DE PRINCIPIOS DE LA OCDE

4.1 Introducción

En este Capítulo se presenta los estudios empíricos realizados con el propósito de responder a la pregunta de investigación y poder validar o rechazar las hipótesis que de ella se desprenden.

El primer estudio *“Incorporación de los principios de gobierno corporativo de la OCDE en el marco legal y normativo chileno”* ha sido realizado para verificar si el marco legal y normativo chileno referido al gobierno societario, se alinea y cumple con los Principios de Gobierno Corporativo formulados por la OCDE (2004) y con los criterios esenciales establecidos por esa organización para cada principio (OCDE, 2006).

El segundo estudio *“Cumplimiento en las sociedades chilenas de los principios de gobierno corporativo OCDE”* ha sido realizado para verificar el grado de cumplimiento de los Principios de Gobierno Corporativo por parte de algunas sociedades cotizadas chilenas, que reúnen un conjunto de criterios definidos por el investigador.

El tercer estudio *“Prácticas de gobierno corporativo y su efecto en el valor de la empresa”* ha sido realizado para verificar si el mercado valora el cumplimiento de los Principios de Gobierno Corporativo. En este estudio se han utilizado, entre otras, variables cuyos valores son obtenidos a partir de los informes contables- financieros que presentan las empresas estudiadas.

Previo a la presentación de los estudios es conveniente contextualizar el alcance que tiene referirse al mercado de capitales chileno, caracterizar el mercado de valores y presentar algunas apreciaciones de autores chilenos referidos a la concentración de la propiedad y a los efectos de la misma, específicamente a la propiedad accionaria.

4.1.1 Mercado de capitales chileno

El mercado de capitales chileno se organiza en tres grandes sectores clasificados de acuerdo al regulador encargado de su supervisión⁴¹:

- (a) Sector de las administradoras de fondos de pensiones (AFP) que es regulado por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP)⁴².
- (b) Sector de los bancos que es regulado por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).
- (c) Sector de los valores y seguros que es regulado por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

La Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) es una institución autónoma, con personalidad jurídica y patrimonio propio, que se relaciona con el Gobierno a través del Ministerio de Hacienda.

A la SVS le corresponde velar porque las personas o instituciones supervisadas, desde su iniciación hasta el término de su liquidación, cumplan con las leyes, reglamentos, estatutos y otras disposiciones que rijan el funcionamiento de estos mercados (Bolsa de Comercio de Santiago, 2010).

Para realizar la investigación nos circunscribiremos en el último sector, concretamente en el mercado de los valores, que agrupa a todas las instituciones que transan valores de oferta pública.

4.1.2 Mercado de valores

Los valores se transan en bolsa, y actúan como intermediarios los corredores de bolsa. En Chile actualmente existen tres bolsas de valores: la Bolsa de Corredores de Valparaíso (fundada en 1892), la Bolsa de Comercio de Santiago (fundada en 1893) y la Bolsa Electrónica de Chile (fundada en 1989). Tienen un rol de autorregulación, esto es, entre otras atribuciones, suspender de cotización las acciones y la capacidad de sancionar a sus miembros⁴³.

⁴¹ Fuente: Ministerio de Hacienda del Gobierno de Chile.

<http://www.hacienda.cl/mercado-de-capitales/preguntas-frecuentes/que-es-el-mercado-de-capitales-chileno.html>

⁴² La Ley N° 20.255 de marzo del 2008 traslada sus funciones a la Superintendencia de Pensiones (SP).

⁴³ Fuente SVS

http://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-969.html#i__w3_pa_FichaActordelMercado_1_503_RelaciC3B3n20con20la20SVS

Entre los índices accionarios, que son usados por las bolsas de valores, se encuentra el IPSA, que mide la variación del precio de las 40 sociedades con mayor presencia bursátil y el IGPA que mide las variaciones de los precios de la mayoría de las acciones inscritas en la bolsa (ambos de la Bolsa de Comercio de Santiago).

El mercado accionario chileno ha sido caracterizado por Fernando Lefort (2007): alta concentración de propiedad y control, en que los cinco mayores accionistas controlan 80% de las acciones de las empresas. Los accionistas controladores concentran 68% del poder de voto. Los accionistas controladores ejercen gestión de la empresa y son determinantes en la elección del Consejo. Alta presencia de grupos económicos, que constituyen según registros de la SVS más de 100, que controlan el 70% de las empresas no financieras que cotizan en bolsa, el 85% del patrimonio bursátil total y el 90% de los activos totales de las empresas no financieras cotizadas. Las decisiones estratégicas del grupo se sobreponen con las de las empresas individuales, en el 75% de las principales empresas, la mitad de los miembros del directorio son también ejecutivos y/o directores de otras empresas del mismo grupo.

A partir de datos estadísticos presentados en la página de SVS a diciembre de 2014, se puede observar que: el número de series de acciones de sociedades anónimas inscritas en la Bolsa de Comercio de Santiago, principal bolsa del país, aumenta desde el año 2010 en 13% respecto del año 2001. Los principales aumentos ocurridos entre 2009-2010 (14%), 2011-2012 (aproximadamente 75%) y 2013-2014 (aproximadamente 31%).

Entre 2001 y 2014, la relación precio sobre utilidad de las acciones componentes del IPSA más baja obtenida ha ocurrido en el año 2008 (13,2 veces). En 2001 era 15,49 veces y en 2014 era 19,69. El valor más alto obtenido fue en 2012 de 26,35 veces.

Las transacciones en acciones en la Bolsa de Comercio (incluidas transacciones en rueda y remate de acciones inscritas y no inscritas en bolsa y expresadas en millones de pesos a diciembre de cada año) que en el año 2001 ascendían a \$2.731.232, en 2005 registran \$10.696.518 aumentando hasta el año 2007 a \$24.927.368. En 2008, año de la crisis financiera se transaron en acciones \$20.125.734. Si se compara el año 2001 con el año 2013 hubo un incremento de 7,7 veces en el monto transado.

De estos antecedentes se puede concluir que la actividad en la principal bolsa chilena va en aumento, el mercado se encuentra en desarrollo y presenta un atractivo para los inversionistas. En esto han influido proyectos, leyes promulgadas desde el año 2007 que han tenido entre sus propósitos proporcionar al mercado de capitales importantes grados de desarrollo, liquidez y profundidad.

4.1.3 Concentración de la propiedad

Un aspecto que destaca en Chile, es el alto nivel de concentración de la propiedad, a 2014 en la SVS se identifican 119 grupos económicos. En Chile, la riqueza pertenece a unas pocas familias. En los últimos años las Administradoras de Fondos de Pensiones han desempeñado un rol importante en la protección de los derechos de los accionistas minoritarios frente a los controladores.

Los inversionistas institucionales mantienen inversión en activos que han crecido desde 0% en el año 2004 hasta llegar a representar el 91% del PIB en el año 2007. Siendo los principales inversionistas los Fondos de Pensiones, que además representan en el año 2007 un 66,53% del total de los activos invertidos (Larraín, 2008).

La composición del Consejo en el contexto de empresas con alta concentración de la propiedad, y cuando se presenta problema de agencia se tiende a incorporar directores profesionales en el directorio (Lefort y Urzúa, 2008). En las corporaciones chilenas el director profesional independiente es una figura poco común (Lefort, 2003).

Dada la alta concentración de la propiedad y del control, es necesario complementar con la observación del “free float” de las empresas que componen la cartera accionaria al 31 de diciembre de 2007, según datos de la Bolsa de Comercio de Santiago, concluyendo que el capital social que se cotizó libremente en el mercado aun cuando presenta variaciones de un año al otro, en la mayoría de los sectores y de las empresas fue sobre 35%, por lo tanto se considera que hay liquidez. El patrimonio bursátil creció en aproximadamente un 76% entre los años 2003 al 2007 (Bolsa de Comercio de Santiago, 2007), aunque durante el año 2008 baja 25,67% respecto del año anterior (Bolsa de Comercio de Santiago, 2008) sigue siendo significativo (Silva, 2011).

En un estudio realizado por la Superintendencia de Pensiones, señalan al referirse a la cartera de los fondos de pensiones en el período 1983-2007, que ha estado influenciada por la iliquidez, alto grado de concentración y relativamente pequeño tamaño del mercado de capitales nacional (Berstein, Castañeda, Fajnzylber y Reyes, 2009).

Con esta breve introducción se procede a presentar cada uno de los estudios empíricos de esta investigación.

4.2 Estudio empírico 1: Principios OCDE en marco legal y normativo chileno

4.2.1 Introducción y revisión de antecedentes

Los principios de la Organización para Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) que se acordaron en 1999, han sido revisados en 2004 y han constituido la base de las iniciativas legales y normativas en materia de gobiernos corporativos, tanto en países miembros y no miembros de la OCDE. El enfoque de este organismo no es de un sistema de gobierno idéntico para todos (Arcot y Bruno, 2007).

La protección otorgada al inversionista puede provenir del Estado, de las medidas adoptadas por la empresa o de una mezcla de ellas. En 1997, Shleifer y Vishny, afirman que la protección legal de los derechos de los inversionistas es un elemento esencial del gobierno corporativo, en cambio, Renders, Gaeremynck y Sercu (2010) sugieren que el gobierno de las sociedades no debe ser regulado por ley y que se debe dejar a las fuerzas del mercado. En 2008, Garay y González, concluyen que en los países (desarrollados y con sistemas legales basado en la Ley Común) donde existe alta protección al inversionista, frente a mejoras voluntarias del gobierno corporativo hay menos reducción del costo de capital. Las prácticas de buen gobierno son más importantes en los países con una débil protección y baja eficiencia en la aplicación de la ley (Klapper y Love, 2004).

El efecto conjunto del sistema legal (Ley Común-Código Civil) y de la estructura financiera (orientada a mercado-orientada a banco) es importante cuando se explica la relación entre rendimiento y el nivel general del gobierno corporativo en un determinado país (Anderson y Gupta, 2009).

La opción de las empresas por mejorar la protección de los inversionistas depende de los costos y beneficios (Doidge, Karolyi y Stulz, 2007). Frente a un sistema legal débil, que no protege los derechos de los accionistas minoritarios aumenta la concentración de la propiedad (La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny, 1998; Durnev y Kim, 2005). Sobre esta relación, entre sistema legal y concentración de la propiedad, Morales, Meléndez y Ramírez (2013) observan que en Chile el mecanismo de oferta pública de adquisición de acciones (OPA) aumenta la concentración. Además, advierten que los resultados encontrados, opuestos y contradictorios dependiendo del nivel de propiedad, hace necesario considerar las características de las bolsas y de las estructuras de propiedad al

formular legislaciones que buscan la protección del accionista minoritario. Además, en palabras de Mauricio Larraín, Presidente Banco Santander se debe ser “cuidadoso con el exceso de regulación, la rigidez, y con ello asustar a los directores” (Velasco y Larraín, 2007).

El sistema legal debe comprender tanto la emisión de leyes, como el cumplimiento de las mismas. Para Chong y López-de-Silanes (2006), las leyes son sólo un elemento de protección de los inversionistas, el cumplimiento de estas normas puede ser tanto o más importante. Las empresas eligen sus estructuras de gobierno para adaptarse a su entorno jurídico (Coase, 1937; Silveira, Leal, Carvalhal Da Silva y Barros, 2007; Love, 2011). Frente a la desregulación, el gobierno corporativo de las empresas cambia (aumenta la concentración de la propiedad, aumenta la remuneración del primer ejecutivo, aumenta la entrega de stocks options y disminuye el tamaño del Consejo de directores) (Kole y Lehn, 1999). El cumplimiento judicial estricto de las normas de gobierno corporativo debe conducir a mayor confianza entre los inversionistas proveedores de patrimonio (Lombardo y Pagano, 2002). Por otra parte, Bruno y Claessens (2010) concluyen que a determinado nivel de desarrollo del país, la regulación estricta perjudica la performance de empresas con gobierno corporativo de calidad o bien, produce un efecto neutro en empresas mal gobernadas. La importancia de los factores regulatorios puede depender del tamaño de las empresas (Black, Jang y Kim, 2006a). Donde las leyes protegen a los inversionistas externos y son bien aplicadas, los inversores están dispuestos a financiar empresas, y los mercados financieros son a la vez más amplios (La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny, 2002).

La interrogante de Shleifer y Vishny (1997) de porqué en los sistemas de gobierno corporativo societario de otros países no se considera la concentración de propiedad, cuando ha sido la resistencia a los grandes inversionistas lo que ha impulsado la evolución del gobierno corporativo en los Estados Unidos. La afirmación de Chong y López de Silanes (2006) que la alta concentración tiene como beneficio que aumenta el control sobre los ejecutivos, pero que genera otro problema de agencia, como lo es el riesgo de la expropiación del accionista minoritario por parte del controlador, y dado que Chile se caracteriza por la alta concentración de propiedad y por tener un sistema jurídico basado en el código francés, son motivos para observar cuál es la realidad en este país. Anteriormente, en 2005, Lefort y Walker concluyeron que los inversionistas institucionales,

los inversionistas en ADR's y los acreedores son importantes stakeholders en las empresas chilenas, que comprenden la importancia del buen gobierno corporativo. En todo caso, estos autores encuentran que las peores prácticas de gobierno corporativo se relacionan con conflictos de interés entre los accionistas minoritarios y los accionistas controladores. En la situación chilena reflejada a noviembre de 2009, el predominio de los grupos empresariales, la alta concentración de la propiedad y la baja liquidez en los mercados del país, son señaladas como características que pueden debilitar la efectividad de los mecanismos de mercado, además las autoridades reconocieron que existe el riesgo de la expropiación de los accionistas minoritarios en las manos de los accionistas de control (OECD, 2011a).

La supervisión y cumplimiento del marco regulatorio es necesaria, y puede ser realizado, de manera pública o privada⁴⁴. En Chile, en materias consultadas y referidas a las transacciones con partes relacionadas, al mercado para el control corporativo y la participación de los accionistas en la junta general de accionistas, se le otorga mayor importancia a la supervisión pública (OECD, 2013).

En el contexto de los estudios empíricos que se desarrollarán, ha surgido la primera interrogante: ¿Se encuentran incorporados los Principios de gobierno corporativo de la OCDE en el marco legal y normativo de Chile?

En este estudio se revisará la protección que se brinda a los inversionistas mediante las leyes y normativa emitida por instituciones. Particularmente, se investigará cuáles de los criterios esenciales establecidos en el marco de los Principios de Gobierno Corporativo formulados por la OCDE (OCDE, 2006) no se encuentran incluidos en el marco legal y normativo de Chile.

En primer lugar, se estudia la “Metodología de evaluación de la implementación de los principios de gobierno corporativo de la Organización para Cooperación y el Desarrollo

⁴⁴ Supervisión pública se refiere a las funciones desarrolladas para vigilar a los participantes del mercado, y para sancionar el incumplimiento de las leyes y normativa, así como el comportamiento deshonesto. Principalmente desarrollada por regulador de valores, fiscales, y en lo que corresponda por bolsas de valores (OECD, 2013).

Supervisión privada se refiere a las funciones realizadas a través de demandas civiles de accionistas (quejas o juicios), así como, a los mecanismos de resolución alternativa de conflictos (alternative dispute resolution, ADR por sus siglas en inglés) u otros medios de los accionistas y/o de las partes interesadas para obtener reparación (OCDE, 2013).

Económico” (OCDE, 2006), y a partir de los criterios esenciales allí formulados se preparan unas tablas que sirven como instrumento para revisar la incorporación de los criterios en el marco legal y normativo chileno, se revisan las principales leyes y normas relacionadas con la materia y vigentes en el período de estudio, años 2001 a 2008. En este trabajo no se revisa si estas leyes y normas se cumplen, solamente si están presentes en el marco jurídico nacional. Se excluye de la observación, los criterios esenciales referidos a aquellos aspectos que corresponden a la percepción de la opinión de los participantes del mercado sobre aspectos contenidos en las leyes y normas. Después se presentan los resultados, agregando un resumen general de las mejoras ocurridas entre los años 2009 a 2013 que buscan fortalecer el gobierno corporativo en Chile, y finalmente se exponen las conclusiones.

4.2.2 Marco Teórico⁴⁵

4.2.2.1 Metodología para evaluar aplicación de los principios OCDE (2006)

La OCDE ha emitido las directrices para que los usuarios de los Principios de Gobierno Corporativo puedan juzgar la manera en que se están implementando en las empresas y en los países o jurisdicciones (OCDE, 2006). Posteriormente publicó la versión en inglés en otro formato, corrigiendo algunos errores en el mismo (OCDE, 2007).

Considerando que algunos países geográficamente comprenden varias jurisdicciones con diferentes reglamentos, el evaluador al realizar una evaluación a nivel de país tendría que tener este factor en cuenta. Dado que los principios se refieren en parte a la ley de sociedades, reglamentaciones de valores mobiliarios, marcos jurídicos y/ o aplicación de disposiciones legales, se eligió como término “jurisdicción” en lugar de país. (OCDE, 2006).

La metodología especifica los criterios de cada evaluación de la OCDE, con un ejemplo para orientar a los usuarios (por ejemplo, responsables de la acción pública, analistas, miembros del Consejo, investigadores), teniendo en cuenta además que, puede haber diferentes maneras de obtener los resultados propuestos en los Principios, en función del contexto económico y jurídico de cada país o jurisdicción. A cada Principio se le asigna una evaluación, sin embargo la importancia de cada uno dependerá del marco de gobierno

⁴⁵ El marco teórico o de referencia dependerá básicamente de lo que nos revele la revisión de la literatura (Hernández-Sampieri, Fernández-Collado y Baptista-Lucio, 2007).

corporativo existente en cada país, pudiendo afectar factores tales como, el nivel de concentración de la propiedad, el marco jurídico y legal, las costumbres.

El documento se divide en cuatro partes: A) Cuestiones metodológicas y procedimientos; B) Visión global de Gobierno corporativo-información institucional necesaria; C) Capítulos de los Principios; D) Formulación de posibilidades de acción y de recomendaciones sobre las políticas a seguir (OCDE, 2006). En la parte A se refiere al uso y ámbito de aplicación de la metodología; al modo de evaluación de los resultados, como alcanzar un juicio informado, un mecanismo de evaluación cualitativa; el evaluador y el proceso de evaluación; la estructura de la metodología; en la parte B se refiere a la estructura de propiedad y control; al marco legal y regulatorio; a las influencias históricas en el actual sistema de gobierno corporativo. Examina los diferentes tipos de información sobre las instituciones que son esenciales para localizar la evaluación en el contexto de un país o jurisdicción. Como parte de evaluación de información institucional, es importante que presente una visión general de la empresa, de la ley y la reglamentación del sistema de valores (incluida la autorregulación) que va más allá del Derecho Civil y del Derecho Común, información sobre los códigos y el grado de cumplimiento de los Principios por parte de las empresas; en la parte C se desarrolla separadamente para cada uno de los seis principios, los problemas y criterios que se le relacionan. Cada principio es desarrollado a nivel general y separadamente por sub principios, además detalla los criterios esenciales en cada caso, siguiendo la misma estructura que se puede observar en las Tablas 1 a la 23e⁴⁶. Los criterios esenciales son especificaciones, que persiguen mostrar el resultado alcanzado cuando se cumple efectivamente un principio determinado, preservando la equivalencia funcional, para facilitar la formación de un juicio al evaluador.

Por la existencia de distintos marcos jurídicos y normativas en los diferentes países o jurisdicciones, la metodología propuesta por la OCDE (2006) enfatiza el enfoque basado en los resultados que deben ser logrados y reconoce la existencia de equivalencia funcional, es decir, puede haber distintas formas de cumplir con un principio. Existe una gran diversidad de medios, de instituciones, de leyes para alcanzar a los resultados

⁴⁶ Las tablas han sido preparadas por el autor a partir de documentos emitidos por la Organización para Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) "Methodology for assesing the implementation of the OECD Principles on Corporate Governance" (2006, corregido en 2007) y "Methodologie d'évaluation de la mise en oeuvre des principes de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise" (2006).

preconizados por la OCDE, de hecho en el Prólogo reconoce la necesidad de adaptar las modalidades de práctica a las circunstancias nacionales (OCDE, 2006).

En cada uno de los seis capítulos se sigue la misma estructura, esto es, una Introducción y luego la sección Problemas y criterios de evaluación. La introducción se refiere en un sentido general al principio dominante que se abre a cada capítulo de los Principios. A partir de las notas explicativas sobre los principios, la Introducción también se ocupa y se refiere a aspectos específicos que deben tenerse en cuenta a la hora de considerar la aplicación del principio. En la sección Problemas y criterios de evaluación, cada principio se maneja bajo un epígrafe separado. Después de una breve definición del principio o sub-principio y una sección siguiente (probables prácticas para ser examinadas) que describe brevemente la actual situación y las prácticas que puede enfrentar un revisor. Las instrucciones se dan para evaluar las situaciones reales en relación con los resultados recomendados en el principio o sub principio. Concluye en cada caso con los criterios esenciales que sugieren las prácticas observadas y la intención (espíritu) del principio, conceptos que son necesarios y fundamentales para llegar a juzgar y emitir una clasificación en alguna de las categorías de evaluación.

En la parte D Formulación de posibilidades de acción y de recomendaciones sobre las políticas a seguir, se plantea la formulación de una evaluación de posibilidades de acción y prioridades. Esta parte se refiere a la combinación de todos los capítulos de los Principios y las evaluaciones relacionadas para constituir una evaluación final con recomendaciones sobre las prioridades para la adopción de medidas por parte de las autoridades públicas y medidas específicas que podrían considerarse. (OCDE, 2006, 2007).

La metodología sigue una escala de evaluación similar a las utilizadas por otros organismos, como el Foro de la Estabilidad Financiera (actual Consejo de Estabilidad Financiera), como el Banco Mundial y clasifica la aplicación de las normas observadas entre las categorías: "Totalmente Aplicado"; "Ampliamente Aplicado"; "Parcialmente Aplicado"; "No Aplicado"; "No Aplicable". Para cada principio se especifica el criterio esencial, que corresponde al resultado más específico que se propone alcanzar el principio que se evalúa y que resulta más fácil de verificar por parte de un evaluador para juzgar de manera eficaz la aplicación, manteniendo al mismo tiempo la equivalencia funcional. Sin embargo, los criterios esenciales son para ayudar a formular una opinión o juicio y no sustituyen un juicio

prudente sobre los resultados reales (OCDE, 2006). El criterio esencial se refiere separadamente a las prácticas de gobierno corporativo, a la legislación y normas regulatorias, a las medidas de ejecución, a los sistemas de reparaciones y de sanciones (OCDE, 2006).

Totalmente Aplicado, se utiliza cuando el principio prescrito por la OCDE se observa aplicado plenamente en todos los aspectos relevantes con respecto a todos los criterios esenciales aplicables.

- Cuando el criterio esencial se refiere a *las prácticas de gobierno corporativo*, estas prácticas están muy generalizadas.
- Cuando el criterio esencial se refiere a *normas* (es decir a prácticas que deberán ser exigidas, recomendadas o a la inversa, prohibidas o desalentadas) todos los aspectos relevantes de la norma están presentes.
- Cuando el criterio esencial se refiere a *medidas de ejecución*, existen mecanismos de ejecución adecuados y eficaces.
- Cuando el criterio esencial se refiere a *reparaciones o compensaciones*, existen reparaciones apropiadas, eficaces y accesibles (OCDE, 2006).

Ampliamente Aplicado, se utiliza cuando uno o más de los criterios esenciales aplicables no son totalmente respetados en todos los aspectos relevantes, pero como condición mínima se cumple que:

- Todos los criterios esenciales aplicables se aplican en cierta medida;
- Los elementos básicos y centrales de las normas están presentes (por ejemplo, normas generales se aplican pero ciertos detalles específicos están ausentes)
- Incentivos y/o medios disciplinarios están operando y contribuyen en cierta medida a recomendar o fomentar al menos a una mayoría de los participantes del mercado, principalmente a las empresas importantes a adoptar las prácticas recomendadas (OCDE, 2006).

Parcialmente Aplicado se utiliza en los siguientes casos:

- uno o varios de los elementos centrales de las normas descritas en una minoría de los criterios esenciales están ausentes, pero otros criterios esenciales son aplicables totalmente o en gran parte aplicado en todos los sentidos (principalmente en lo que

concierno a los aspectos de criterios esenciales que se refieren a las prácticas de gobierno corporativo, a los mecanismos de ejecución y reparaciones);

- Los elementos centrales de las normas descritas en todos los criterios esenciales están presentes, pero los incentivos o los medios disciplinarios no contribuyen eficazmente a fomentar, al menos a una minoría significativa de los participantes del mercado a adoptar las prácticas recomendadas, o bien
- Los elementos centrales de las normas descritas en todos los criterios esenciales están presentes, pero los niveles de ejecución son débiles porque una parte o la totalidad de las normas son recientes y es demasiado pronto para esperar un alto nivel de aplicación y parece que la razón de los débiles niveles de aplicación se deben al hecho de que las normas son nuevas (en lugar de ser otros factores, como la falta de incentivos para adoptar normas) (OCDE, 2006).

No Aplicado, se utiliza cuando hay debilidades mayores, grandes deficiencias por ejemplo:

- Los elementos centrales de las normas descritas en la mayoría de los criterios esenciales no están presentes, y/o
- Los incentivos y/o las medidas disciplinarias que están operando no contribuyen a alentar al menos a una minoría significativa de los participantes del mercado a adoptar las prácticas recomendadas (OCDE, 2006).

No Aplicable se utiliza cuando un principio de la OCDE (o un criterio esencial) no se aplica debido a la característica estructural, legal o institucional (ejemplo, la ausencia de inversionistas institucionales que actúan en una capacidad fiduciaria) (OCDE, 2006).

El cumplimiento de los principios y sub principios debe ser evaluado considerando la interdependencia que existe entre ellos, por ejemplo es posible que el sub principio VA1 (ver Tabla 12) se aplique correctamente en la divulgación de información financiera, pero si la comunicación no es satisfactoria en términos de la titularidad de los grandes grupos de acciones y de derechos de voto (en principio-VA3), el principio no debe considerarse como aplicado (OCDE, 2006).

Para los efectos del diálogo sobre políticas a seguir, son más importantes las razones y explicaciones que proporcione el evaluador que la identificación de solo la categoría asignada. Por ejemplo una calificación “Parcialmente Aplicado” pudiera significar

insuficiencia en el sistema jurídico, o mala aplicación de las medidas por parte de los organismos fiscalizadores, o debilidad de los mecanismos del mercado, o limitado respeto a la observancia por parte de las empresas o simplemente una mezcla de todos estos aspectos (OCDE, 2006).

Tabla 1. Criterios Esenciales del Principio I

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>I. Garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo</i>	
El sistema de gobierno corporativo deberá contribuir a la transparencia y la eficiencia de los mercados, ser coherente con el régimen legal y definir claramente la división de responsabilidades entre las autoridades competentes en materia de supervisión, de regulación y ejecución de las normas y leyes.	
A.	El marco para el gobierno corporativo debe desarrollarse teniendo en cuenta su repercusión sobre los resultados globales de la economía, la integridad del mercado y los incentivos que genera para los agentes del mercado y para el fomento de la transparencia y eficacia en los mercados.
	Criterios esenciales:
	<p>1.- El funcionamiento del mercado financiero es percibido por los participantes como razonablemente transparente. Los inversionistas consideran la divulgación de información por parte de las empresas, y el funcionamiento de las reglamentaciones vigentes como base de un nivel aceptable de integridad del mercado asociado a un normal riesgo país/jurisdicción.</p> <p>2.- Los poderes públicos y el Parlamento de un país deben elaborar una política, así como los textos legislativos y reglamentarios referidos al gobierno corporativo realizando una consulta efectiva y continuada de la opinión pública, con acceso a todos los comentarios formulados y explicar porque ciertos comentarios se han o no tenido en cuenta en la decisión final. De los cambios propuestos, de los efectos en la performance económica, del tratamiento de las debilidades relativas al gobierno corporativo.</p>
B.	Los requisitos legales y reglamentarios que afectan a las prácticas de gobierno corporativo dentro de una jurisdicción deben ser coherentes con el régimen legal, ser transparentes y aplicables.
	Criterios esenciales:
	<p>1.- Las disposiciones legales y reglamentarias que tienen incidencia importante en las prácticas de gobiernos corporativos y los resultados son:</p> <p>a) generalmente bien comprendidas por todos los actores económicos;</p> <p>b) son razonablemente previsibles y no están sujetas a decretos provisorios importantes y a cambios retroactivos; y</p> <p>c) han sido aplicados con suficiente eficacia, coherencia e imparcialidad de manera de constituir un sistema transparente fundado sobre reglas.</p> <p>2.- Las autoridades no han utilizado el marco jurídico y normativo, u otros aspectos del marco de gobierno empresarial, en forma arbitraria o manifiestamente de manera incompatible con las normas generales sobre lo que constituye el imperio de la ley.</p> <p>3. Cuando los códigos y principios que se utilizan como norma o como un sustituto de las disposiciones legislativas o reglamentarias, debe precisar claramente tal situación en términos de alcance, aplicación, el cumplimiento e incluso de posibles sanciones aplicables.</p>
C.	El reparto de responsabilidades entre las distintas autoridades dentro de una jurisdicción deberá articularse de forma clara, garantizando que sirve a los intereses públicos.
	Criterios esenciales:
	1.- El evaluador debe formarse un juicio acerca de: <p>(a) si hay una división clara de las responsabilidades entre diversas autoridades en una jurisdicción; (b) que exista un sistema eficaz de cooperación entre ellos en el lugar; (c) no hay divergencias significativas entre las principales leyes y reglamentos vigentes; (d) el costo de cumplimiento no se considera excesivo; y (e) que organismos no-públicos que se han delegado las responsabilidades relacionadas con una parte del marco de gobierno corporativo son eficaces, transparentes y sirven al interés público.</p>
D.	La autoridades supervisoras, reguladoras y ejecutoras deberán disponer de poder, integridad y recursos para cumplir con sus obligaciones con profesionalidad y objetividad. Asimismo, sus normativas deberán ser oportunas y transparentes, y contar con una explicación detallada.
	Criterios esenciales:
	1.- El examinador se debe formar un juicio acerca de: <p>(a) si los organismos encargados (las autoridades) de supervisión, reglamentación y cumplimiento de la legislación tiene el poder y la integridad para ser eficaces y evitar las influencias comerciales y políticas;</p> <p>(b) si tienen recursos suficientes para alcanzar sus objetivos en las condiciones que no comprometerá su integridad y autoridad;</p> <p>(c) ha adquirido según la opinión de los participantes del mercado, una reputación de transparencia y de coherencia, y</p> <p>(d) si asignan recursos escasos con eficacia para maximizar el impacto regulador o si hay barreras bajo la forma de cualquier legislación y regulación ineficaces que impiden tal asignación</p>

Tabla 2. Criterios Esenciales del Principio II A

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>II. Los derechos de los accionistas y las funciones claves en el ámbito de la propiedad.</i>	
Un sistema de gobierno corporativo debe proteger y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas.	
A.	Entre los derechos de los accionistas debe figurar el derecho a: 1) asegurarse métodos para registrar su propiedad; 2) ceder o transferir acciones; 3) obtener información relevante, oportuna y periódica acerca de la sociedad; 4) participar y votar en las juntas generales de accionistas; 5) elegir y revocar a los miembros del Consejo; y 6) participar en los beneficios de la sociedad.
	Criterios esenciales:
	(1) Asegurarse métodos para registrar su propiedad 1.- Requieren a las compañías que cotizan a mantener, por sí mismas o a través de un agente, un registro de accionistas (o en el caso de acciones al portador, un registro de las acciones emitidas) y cualquier accionista o delegado que actúa en el nombre del accionista puede examinar la lista de accionistas para verificar sus participaciones. Existen medios eficaces de reparación si los registros no son exactos. 2.- Si las acciones en nombre de los accionistas son mantenidas por los custodios, los derechos de los accionistas en tales acciones están suficientemente protegidos y los custodios tienen la obligación de salvaguardar los activos de los clientes. 3.- Cuando los valores pueden estar desmaterializados (es decir, en formato electrónico) y transferido por anotaciones en cuenta, el sistema es amplio y confiable. Los estándares de funcionamiento mínimos deben existir para registradores/agentes de transferencia, tales como reglas del mantenimiento de registros, así como la posibilidad de inspección y de examen de registradores/ agentes de transferencia por las autoridades. Las compañías o sus agentes son obligados para mantener un registro exacto de accionistas.
	(2) Cesión o transferencia de acciones 1.- Como consecuencia de disposiciones legales, de requisitos de cotización y/o disciplina del mercado, las compañías cotizadas en general no restringen la transferencia o traspaso de acciones. Las restricciones ampliamente vistas como legítimas en la comunidad internacional se pueden imponer por las autoridades conforme a procedimientos reguladores y viables procedimientos de apelación. 2.- Los depositarios de valores están adecuadamente asesorados y financiados, independiente de intereses particulares y son aceptadas por los participantes en el mercado. El marco de compensación y la liquidación es considerado por los participantes en el mercado que funciona eficazmente.
	(3) Derecho a obtener información relevante y significativa sobre la sociedad de manera oportuna y periódica 1.- Procedimientos internos o mecanismos legales disponibles para las compañías, no son utilizados para impedir a los accionistas o sus representantes para obtener información relevante y significativa de la compañía con retrasos indebidos o gastos injustificados. El tipo de información que debe estar fácilmente disponible incluye: estatutos de la compañía, artículos, leyes, estados financieros, actas de la junta de accionistas y la estructura de capital de la compañía.
	(4) Participación y Voto en las juntas generales de accionistas 1.- Los mecanismos procesales y/o legales disponibles para una compañía no permiten que impida a accionistas el derecho de participar y de votar en una junta general del accionista. Medios eficaces de acciones correctivas están disponibles para aquellos a quienes se han impedido o se han violado los derechos.
	(5) El derecho a elegir y revocar a los miembros del Consejo 1.- Los mecanismos procesales y/o legales disponibles para una compañía no permiten que impida a accionistas el derecho de elegir y de revocar a miembros del directorio. Medios eficaces de acciones correctivas están disponibles para aquellos a quienes se han impedido o se han violado los derechos.
	(6): El derecho a participar en el reparto de los beneficios de la sociedad 1.- Accionistas en la misma clase son tratados equitativamente y de acuerdo con los derechos de las clases de acciones respectivas con respecto a la distribución de utilidades. Medios efectivos de reparación están disponibles para aquellos accionistas cuyos derechos han sido vulnerados. 2.- Existe un marco legal transparente y aplicable que define como se toma la decisión sobre la distribución de beneficios.

Elaboración propia.

(Fuente: OCDE 2006)

Tabla 3. Criterios Esenciales del Principio II B

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>II. Los derechos de los accionistas y las funciones claves en el ámbito de la propiedad.</i>	
Un sistema de gobierno corporativo debe proteger y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas.	
B.	Tener derecho a participar en las decisiones que impliquen cambios fundamentales en la sociedad, a ser informados sobre las mismas. Decisiones de este tipo son, entre otras: 1) Cambios en los estatutos, en escrituras de constitución o en cualquier otro documento rector de la sociedad; 2) autorización de la emisión de nuevas acciones; y 3) las transacciones extraordinarias, incluida la transmisión de la totalidad o de una parte sustancial de los activos, que en la práctica, suponga la venta de la sociedad.
	Criterios esenciales:
	(1) Cualquier modificación de los estatutos de la sociedad o cualquier otro documento similares que rigen a la sociedad. 1.- El régimen jurídico da tanto poder exclusivo a la junta general de accionistas o requiere al Consejo de Administración buscar la aprobación de los accionistas para cambiar los documentos básicos que rigen la sociedad. El reglamento aprobado por las compañías no impide el ejercicio de estos derechos e información significativa debe ser proporcionada con suficiente antelación a las reuniones para permitir las decisiones. 2.- Los accionistas pueden impugnar actuaciones referentes a cualquier cambio corporativo fundamental si: (a) la iniciativa requirió la autorización del accionista y tal autorización o no fue obtenida o a los accionistas les fue injustamente denegada la oportunidad de participar en la decisión; o (b) los accionistas no recibieron la información suficiente y oportuna sobre la iniciativa propuesta. Existen mecanismos eficaces para que los accionistas impugnen este tipo de iniciativas así como una efectiva reparación.
	(2) Autorización de la emisión de nuevas acciones 1.- El marco de gobierno corporativo otorga exclusivo poder a la junta general de accionistas (la delegación de esta autoridad por un período limitado al Consejo podría estar permitida) o requiere al Consejo buscar la aprobación de los accionistas de cambios al capital autorizado de la compañía. Las normas de procedimiento adoptadas por las compañías no deben obstaculizar el ejercicio de estos derechos y la información completa se debe proporcionar con suficiente antelación a la junta para permitir decisiones consideradas. Existen medios eficaces de reparación donde los procedimientos no se han seguido.
	3) Transacciones extraordinarias, incluida la transferencia de la totalidad o de una parte sustancial de los activos que, en la práctica, suponga la venta de la sociedad. 1.- El marco de gobierno corporativo otorga cualquier poder exclusivo a la Junta General de accionistas o requiere al Consejo buscar la aprobación de los accionistas para cualquier operación de carácter excepcional, incluyendo la transferencia de todos o de substancialmente todos los activos, que en efecto dan lugar a la venta de la compañía. Información significativa sobre la transacción propuesta deberá ser proporcionada con suficiente antelación a la reunión para permitir las decisiones informadas. Existen medios eficaces de reparación donde los procedimientos no se han seguido.

Elaboración propia.

(Fuente: OCDE 2006)

Tabla 4. Criterios Esenciales del Principio II C (Fuente: OCDE 2006)

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>II. Los derechos de los accionistas y las funciones claves en el ámbito de la propiedad.</i>	
Un sistema de gobierno corporativo debe proteger y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas.	
C.	Tener la oportunidad de participar en forma efectiva y de votar en las juntas generales de accionistas, debiendo ser informados sobre las normas que rigen esas juntas, incluidos los procedimientos de votación.
1	Facilitar a los accionistas con la debida antelación la información suficiente sobre la fecha, el lugar de celebración y el orden del día de las juntas generales, así como la información completa y puntual acerca de las cuestiones que van a someterse a decisión en dichas juntas.
Criterios esenciales:	
1.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda a las compañías a proporcionar suficiente aviso anticipado de las juntas de accionistas y proporcionar la información necesaria que abarque las materias sobre decisiones que deben tomarse en la reunión. La norma general es observada en la jurisdicción y los inversionistas en general, reconocen que aviso e información proporcionada por las compañías son adecuados. Existen medios eficaces de reparación para los accionistas cuando procedimientos requeridos no se aplican.	
2	Tener la oportunidad de formular preguntas al Consejo, incluidas las relativas a la auditoría externa anual, de incluir cuestiones en el orden del día de las juntas generales y de proponer resoluciones, únicamente sujetos a limitaciones razonables.
Criterios esenciales:	
1.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda a las compañías a: (a) facilitar preguntas de los accionistas al Consejo, y (b) permitir a los accionistas proponer la inclusión de temas de debate en la agenda y a presentar propuestas y resoluciones para su revisión en la reunión de accionistas en relación con los asuntos considerados como apropiados para los accionistas por la ley aplicable. Existe un medio eficaz de apelación por motivos de procedimiento. Donde la norma es voluntaria es ampliamente seguida.	
2.- Límites de participación que establece el derecho de los accionistas individuales o de grupos de accionistas a plantear preguntas, para incluir puntos la agenda y a presentar propuestas y resoluciones para su revisión en la reunión de accionistas en relación con los asuntos considerados como apropiados para la acción de los accionista por la ley aplicable no debería ser restrictivos y debería tener en cuenta la concentración de la propiedad en la jurisdicción y el tamaño medio de las empresas.	
3	Facilitar la participación efectiva de los accionistas en decisiones claves en materia de gobierno corporativo, como nombramiento o la elección de los miembros del Consejo. Tener la oportunidad de expresar sus puntos de vista en relación con la política de remuneración de los miembros del Consejo y directivos principales. El componente en sistemas de compensación para miembros del Consejo y empleados debería someterse a la aprobación de los accionistas.
Criterios esenciales:	
1.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda a las compañías que faciliten la efectiva participación de accionistas en nominar y elegir a miembros del Consejo. La práctica de facilitar la participación está muy extendida incluso a través de procedimientos formalizados en estatutos de la compañía y por leyes. Donde la participación efectiva es un requisito para la cotización, esto es obligado a cumplir por la autoridad de compañías cotizadas.	
2.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda a las compañías a otorgar la oportunidad a los accionistas a presentar sus puntos de vista, ya sea en la reunión de accionistas o por medios equivalentes, sobre la política de compensación para los miembros del Consejo y ejecutivos claves. Hay disposiciones para los accionistas a aprobar explícitamente los sistemas de remuneración basados en patrimonio y este poder no es delegado al Consejo.	
4	Tener la oportunidad de votar personalmente o por delegación y los votos emitidos deben tener el mismo valor.
Criterios esenciales:	
1.- El marco de gobierno corporativo permite a los accionistas ejercer sus derechos de voto en ausencia (incluyendo el voto postal y otros procedimientos de votación) que este voto puede estar a favor o en contra de una resolución, y completamente equivalente a las posibilidades permitidas a los accionistas físicamente presentes. Los accionistas tienen recursos efectivos contra empresas que no proporcionan las oportunidades establecidas por la legislación. La adopción de una o varias oportunidades de equivalencia funcional de las empresas está muy extendida.	

Elaboración propia.

Tabla 5. Criterios Esenciales del Principio II D; E (Fuente: OCDE 2006)

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>II. Los derechos de los accionistas y las funciones claves en el ámbito de la propiedad.</i>	
Un sistema de gobierno corporativo debe proteger y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas.	
D.	Deberán revelarse los convenios y agrupaciones de capital que permiten a determinados accionistas adquirir un grado de control desproporcionado en relación con las acciones de las que son titulares.
	Criterios esenciales:
	<ol style="list-style-type: none"> 1.- El marco de gobierno corporativo requiere la divulgación de manera continua a los accionistas de todas las estructuras de capital que permitan que ciertos accionistas ejerzan un desproporcionado grado de control de sus derechos de flujo de efectivo. Estos pueden incluir, entre otras cosas, los topes de votación, derechos de voto múltiple, acciones preferentes, las estructuras piramidales y cualquier asociado en participaciones cruzadas. Existen mecanismos eficaces para hacer cumplir los requisitos de divulgación. 2.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda a las compañías a revelar la estructura de los grupos de la compañía y la naturaleza de relaciones significativas dentro del grupo. Hay mecanismos eficaces para hacer cumplir los requisitos y existe una amplia aplicación de la norma. 3.- El marco de gobierno corporativo o recomienda la divulgación al accionista de acuerdos por cualquiera de la compañía o los accionistas interesados que abarca el acuerdo, entre otras cosas, bloqueos, selección de los miembros y del presidente del Consejo, voto en bloque voto y el derecho preferencial de suscripción. Hay mecanismos eficaces para hacer cumplir los requisitos y hay amplia implementación de la norma. 4.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda las revelaciones que deben introducirse en un formato de fácil acceso y fácil de usar de modo que las personas interesadas puedan obtener un cuadro claro de las estructuras de capital relevantes y de otros arreglos. La información es actualizada en forma oportuna si hay algún cambio. Existen mecanismos eficaces para hacer cumplir los requisitos y hay una amplia implementación de la norma.
E.	Los mercados de control societario deben poder funcionar de forma eficiente y transparente.
1	Las normas y procedimientos aplicables a la adquisición de control societario en los mercados de capital, y transacciones especiales como fusiones o venta de partes sustanciales de activos de la sociedad, deben estar articuladas de forma clara y debidamente reveladas a los inversionistas. Las transacciones deberán realizarse a precios transparentes y en condiciones que protejan los derechos de todos los accionistas en función de sus respectivas categorías.
	Criterios esenciales:
	<ol style="list-style-type: none"> 1.- Para prevenir la sigilosa adquisición de control corporativo, hay requisitos para la divulgación oportuna a los accionistas y al regulador de adquisición sustancial de acciones, a menudo en forma de límites, y que estos son hechos cumplir con eficacia por la autoridad que autoriza la cotización, supervisor del mercado financiero o por fácil y oportuno acceso a recursos judiciales sencillos y rápidos disponibles para los accionistas. 2.- El marco de gobierno corporativo que cubre el mercado de control societario (así como los procedimientos que deben seguirse en caso de exclusión de la cotización) está bien articulado y asegura que los accionistas de una misma clase son tratados de la misma manera que los accionistas del control o mayoritario en términos del precio que reciben por sus acciones. Habría eficaces aplicaciones (por las autoridades o a través de actuaciones privadas de bajo costo, sea individual o colectiva) y eficaces sistemas de reparación. En caso de que los acuerdos dependen de disposiciones específicas en los estatutos de las compañías individuales, la norma es aplicada ampliamente. 3.- Como complemento de la transparencia de precios y condiciones justas en el mercado para el control societario, el marco de gobierno corporativo requiere que los planes y el financiamiento de la transacción sean claramente revelados, a los accionistas de la empresa que ofrece cuando se trata de una empresa cotizada así como a los de la compañía afectada. Hay suficiente tiempo e información para los accionistas para tomar una decisión informada.
2	No deberá recurrirse a acuerdos anti-opas con el propósito de impedir que los accionistas puedan controlar la actividad de los miembros directivos y de los miembros del Consejo.
	Criterios esenciales:
	<ol style="list-style-type: none"> 1.- Debe haber un concepto bien definido del deber de la debida lealtad por los miembros del Consejo y los empleados de la compañía y los accionistas generalmente en el caso que la ley o jurisprudencia de la jurisdicción extienda la consideración de una oferta de la toma de posesión recibida por la compañía. Debe haber aplicación eficaz (por autoridades o a través de acción privada de bajo costo, ya sea individual o colectivamente) y sistemas de reparación. 2.- Los participantes del mercado juzgan que la gerencia y los Consejos están sujetos generalmente a la suficiente presión del mercado para ser de hecho, así como por ley, responsable de su administración de las compañías.

Elaboración propia.

Tabla 6. Criterios Esenciales del Principio II F; G (Fuente: OCDE 2006)

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>II. Los derechos de los accionistas y las funciones claves en el ámbito de la propiedad.</i>	
Un sistema de gobierno corporativo debe proteger y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas.	
F	Facilitar el ejercicio de los derechos de propiedad por parte de todos los accionistas, incluidos los inversionistas institucionales.
1	Los inversionistas institucionales que actúen en calidad de fiduciarios deberán revelar sus políticas generales en materia de gobierno corporativo y de votación en lo relativo a sus inversiones, incluidos los procedimientos previstos para decidir sobre el uso de sus derechos de voto.
Criterios esenciales:	
1.-Procedimientos adoptados por las compañías para determinar derechos al voto (como el voto en bloque) no son considerados por los inversionistas, tanto nacionales como extranjeros, que constituyan un desincentivo para el ejercicio de los derechos de la propiedad.	
2.-El sistema legal y reglamentario, incluida la jurisprudencia del Tribunal, reconoce claramente el deber de los inversionistas institucionales que actúan en una capacidad fiduciaria para considerar cuándo y en qué condiciones deben ejercer los derechos de voto correspondientes a las acciones que mantienen en nombre de sus clientes.	
3.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda la divulgación de las políticas de votación y procedimientos en vigor para decidir sobre el uso de estos derechos. En caso de que la divulgación es requerida existen mecanismos eficaces para asegurar su cumplimiento. Cuando se recomienda la divulgación, la norma es ampliamente aplicada.	
2	Los inversionistas institucionales que actúen en calidad de fiduciarios deberán revelar el modo en que gestionan los conflictos de intereses que pudieran afectar al ejercicio de derechos fundamentales de propiedad relativos a sus inversiones.
Criterios esenciales:	
1.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda a los inversionistas institucionales que actúan en una capacidad fiduciaria : (a) desarrollar una política para abordar los conflictos de intereses que puedan afectar sus decisiones con respecto al ejercicio de los derechos fundamentales de propiedad; y (b) divulgar la política a sus clientes junto con la naturaleza de las medidas adoptadas para implementar la política. En caso de que la divulgación es exigida, existen mecanismos efectivos para asegurar su cumplimiento. Ya sea exigida o recomendada, la norma es ampliamente aplicada.	
G.	Todos los accionistas, incluidos los institucionales, deben tener la posibilidad de consultarse entre ellos en cuestiones que afecten a sus derechos fundamentales como accionistas, únicamente sujetos a las excepciones establecidas para evitar abusos.
Criterios esenciales:	
1.- El marco de gobierno corporativo establece normas claras para solicitud de poderes que sin que ello impida a los accionistas de consultar entre ellos sobre el uso de sus derechos básicos, por ejemplo, para elegir y revocar miembros del Consejo.	
2.-Reglas de negociación de mercado deben prevenir la manipulación del mercado, pero todavía ser bastante flexible para permitir y recomendar las consultas entre los accionistas.	

Elaboración propia.

Tabla 7. Criterios Esenciales del Principio III A1 al A 3 (Fuente: OCDE 2006)

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>III. Trato equitativo de los accionistas</i>	
Un sistema de gobierno corporativo debe garantizar un trato equitativo a todos los accionistas, incluidos los accionistas minoritarios y los extranjeros. Todos los accionistas deben poder obtener una reparación efectiva a cualquier violación de sus derechos.	
A.	Todos los accionistas de una misma serie dentro de una categoría deben gozar de un trato equitativo.
1	Dentro de cualquiera de las series de una determinada categoría, todas las acciones deben otorgar los mismos derechos. Los inversionistas deben tener la posibilidad de obtener información sobre los derechos asociados a cada serie y categoría de acciones, antes de realizar una operación de compra. Cualquier cambio en los derechos de voto deberá ser sometido a la aprobación por parte de las categorías de acciones que se vean afectadas en forma negativa.
Criterios esenciales:	
1.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda que las propuestas para modificar derechos de voto de las distintas series y clases de acciones, deben presentarse para su aprobación en reunión general de los accionistas por una determinada mayoría de acciones con derecho a voto en las categorías afectadas. Cuando la aprobación es requerida, debe haber medios eficaces de reparación si las normas de procedimiento, tales como convocatoria adecuada a la reunión, no se siguen. Ya sea exigido o recomendado, la norma es ampliamente respetada.	
2.- El marco de gobierno corporativo requiere a las compañías revelar oportunamente a los posibles inversionistas, suficiente y relevante información sobre las características principales de todas sus clases y series de acciones de la compañía, a fin de que puedan tomar una decisión informada acerca de comprar o no las acciones. Una descripción sumaria actualizada de las cualidades materiales del capital accionario de compañía se debe hacer disponible para las compañías cotizadas en una base regular. Donde estas exigencias son simplemente recomendaciones, no debe ser generalizado para calificarse la práctica de la adhesión al principio. En caso de que el requisito es obligatorio, debe haber reparación eficaz (por ejemplo el derecho de rescindir la transacción de compra de acciones o los daños).	
2	Proteger a los accionistas minoritarios frente a actos abusivos por parte, o en interés de accionistas con poder de control, que actúen directa o indirectamente y deberán disponer de medios eficaces de protección.
Criterios esenciales:	
1.- El marco de gobierno corporativo establece mecanismos ex antes para los accionistas minoritarios para proteger sus derechos y/o sanciones mecanismo ex post contra accionistas controladores por acciones abusivas tomadas contra ellos. Hay medios eficaces de reparación para los accionistas minoritarios y las medidas correctivas son pertinentes.	
3	Los encargados de la custodia o depositarios de las acciones deberán emitir su voto con arreglo a lo acordado previamente con el titular beneficiario de la acción.
Criterios esenciales:	
1.- El marco jurídico o los contratos privados establecen claramente la relación entre los fideicomisarios de valores (custodios), apoderados y sus clientes, a saber: (a) los beneficiarios efectivos tienen el derecho a dar al depositario de valores o al apoderado las instrucciones de cómo debe ser ejercido sus derechos de voto, (b) que en los votos se cumplan todas las instrucciones dadas por el propio accionista y (c) los custodios o apoderados informará al accionista cómo votarían las acciones para las cuales no se dieron ningunas instrucciones. Existen mecanismos para garantizar el cumplimiento con los deseos de los accionistas. Los fideicomisarios o de otras personas que actúan en virtud de un mandato legal específico, como receptores de quiebra y ejecutores no están cubiertos por este criterio.	
2.-El marco jurídico requiere que los titulares de certificados de depósito de acciones (ADR) puedan dar instrucciones de voto vinculante en virtud de sus acciones a la atención de los certificados de depósito de valores a los depositarios, a las oficinas de consejeros o a organismos equivalentes. Hay mecanismos de aplicación eficaces para asegurar conformidad con estos requisitos. Mecanismos eficaces destinados a hacer cumplir las disposiciones en vigor para aplicar estas normas. Cuando certificados de depósito, sin derecho a voto puede establecerse, la carencia de derechos al voto se debe divulgar claramente al poseedor del certificado de depósito.	

Elaboración propia.

Tabla 8. Criterios Esenciales del Principio III A4 al A5 (Fuente: OCDE 2006)

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>III. Trato equitativo de los accionistas</i>	
Un sistema de gobierno corporativo debe garantizar un trato equitativo a todos los accionistas, incluidos los accionistas minoritarios y los extranjeros. Todos los accionistas deben poder obtener una reparación efectiva a cualquier violación de sus derechos.	
A.	Todos los accionistas de una misma serie dentro de una categoría deben gozar de un trato equitativo.
4	Eliminación de los impedimentos para el voto transfronterizo.
Criterios esenciales:	
1.- El marco legal debe especificar claramente a quién se da derecho para controlar el ejercicio del derecho de voto correspondiente a las participaciones en manos de inversores extranjeros a través de una cadena de intermediarios y, si fuera necesario, simplificar el efecto de la cadena en la jurisdicción.	
2.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda a las compañías proporcionar suficiente aviso de reuniones para permitir a los inversionistas extranjeros tener oportunidades similares a las de los inversionistas nacionales para ejercer sus derechos al voto. Hay oportuna y eficaz aplicación cuando sean necesarias tales normas y los inversionistas extranjeros tienen recursos eficaces para reparaciones cuando haya casos en que parece haber habido incumplimiento de las normas. Si es requerida o recomendada, la norma es ampliamente respetada.	
3.- Las compañías son requeridas o recomendadas a hacer uso de procesos confiables y eficaces y de tecnologías que faciliten el voto de los inversionistas extranjeros.	
5	Los procesos y procedimientos de las juntas generales de accionistas deberán permitir que todos los accionistas tengan un trato equitativo. Los procedimientos dentro de las sociedades no deberán dificultar ni encarecer indebidamente la emisión de votos.
Criterios esenciales:	
1.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda a las compañías a:	
(a) facilitar el voto minimizando los costos involucrados para los accionistas,	
(b) utilizar métodos de votación en las juntas de accionistas que garanticen el trato equitativo de los accionistas, y	
(c) poner disponibles los resultados de la votación para los accionistas en forma oportuna.	
Es oportuna y eficaz la aplicación, según sea necesario, de tales normas, y hay mecanismos efectivos que permitan a los accionistas expresar sus preocupaciones acerca del cumplimiento de las normas y obtener reparaciones adecuadas donde no ha habido cumplimiento. Ya sea exigida o recomendada, esta norma es ampliamente respetada.	

Elaboración propia.

Tabla 9. Criterios Esenciales del Principio III B y C (Fuente: OCDE 2006)

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>III. Trato equitativo de los accionistas</i>	
Un sistema de gobierno corporativo debe garantizar un trato equitativo a todos los accionistas, incluidos los accionistas minoritarios y los extranjeros. Todos los accionistas deben poder obtener una reparación efectiva a cualquier violación de sus derechos.	
B.	Prohibir el uso de información privilegiada y las operaciones abusivas de autocartera.
	Criterios esenciales:
	<p>1.- El marco de gobierno corporativo prohíbe las operaciones con información privilegiada y cualquier conducta indebida o abuso similar por parte de personas con información privilegiada tal como la manipulación del mercado. La definición de las operaciones con información privilegiada no es lo suficientemente limitada para ser fácilmente evadida. Hay un régimen eficaz de aplicación de las disposiciones en vigor para prevenir y detectar operaciones con información privilegiada y similar conducta abusiva y el régimen establece sanciones efectivas, proporcionadas y disuasivas en caso de infracción.</p> <p>2.- El marco de gobierno corporativo proporciona la continua colección y análisis de los datos sobre las transacciones (por ejemplo por la bolsa de valores, el regulador) y la presentación oportuna de informes de personas con información privilegiada (incluidos los directores, ejecutivos y accionistas significativos), las operaciones (directa o indirecta) en los valores de las compañías cotizadas. Estos criterios son efectivamente respetados.</p> <p>3.- El marco de gobierno corporativo proporciona una protección eficaz para los inversionistas contra auto contratos y abusos de negociación llevada a cabo por personas con información privilegiada. Hay eficaz transparencia de las normas que cubren diversos tipos de auto contratos que incluyan los beneficios privados significativos no incluidos en compensación (remuneración).</p>
C.	Exigir a los miembros del Consejo y a los directivos principales que comuniquen al Consejo cualquier interés material que pudieran tener en forma directa, indirecta o por cuenta de terceros, en cualquiera de las transacciones o asuntos que afecten directamente a la sociedad.
	Criterios esenciales:
	<p>1.- Legislación y/o jurisprudencia:</p> <p>(a) requiere a los miembros del Consejo y los principales ejecutivos a informar al Consejo en forma oportuna que ellos tienen, directa o indirectamente, un interés significativo en un contrato o cualquier otro asunto que afectan a la compañía; y</p> <p>(b) a la extensión en que hay exenciones desde (a), tales exenciones son discrecionales y concedidas solamente por la mayoría de los accionistas minoritarios, una autoridad reguladora o un tribunal sobre la base de disposiciones legales y / o la jurisprudencia.</p> <p>2.- El deber de lealtad del Consejo debe abarcar claramente el principio que el Consejo es responsable para supervisar y administrar con eficacia las actividades de los miembros del Consejo y de los principales ejecutivos que tienen un interés en un contrato, una transacción u cualquier otro asunto que afectan a la compañía. Debe haber mecanismos eficaces que permitan hacer cumplir las disposiciones en vigor y obtener reparación.</p>

Elaboración propia.

Tabla 10. Criterios Esenciales del Principio IV. A al IV. D (Fuente: OCDE 2006)

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>IV. Papel de las diferentes partes interesadas en el gobierno de la empresa</i>	
Un marco de gobierno corporativo debe reconocer los derechos de las diferentes partes interesadas (stakeholders) establecidas por la ley vigente o por los acuerdos mutuos y promover la cooperación activa entre las sociedades y las diferentes partes interesadas para crear riqueza y empleos y para facilitar la permanencia de empresas financieramente solventes.	
A.	Respetar los derechos de las partes interesadas establecidos por ley o a través de acuerdos mutuos.
	Criterios esenciales:
	1.- El marco de gobierno corporativo requiere: (a) la aplicación de los derechos legales establecidos para diversas partes interesadas, (b) mecanismos de reparaciones para aquellos a quienes han sido violado los derechos y que han demostrado ser ampliamente eficaces; y (c) condiciones favorables para el cumplimiento de los acuerdos mutuos.
B.	Las partes interesadas deberán tener la oportunidad de obtener una reparación efectiva en caso de violación de sus derechos y cuando los intereses de esas partes estén amparados por una ley.
	Criterios esenciales:
	1.- El marco de gobierno corporativo incluye: (a) mecanismos eficaces para hacer cumplir los derechos legales de las partes interesadas; y (b) mecanismos de acciones correctivas para quienes han sido violado los derechos han demostrado ser ampliamente eficaces.
C.	Desarrollar mecanismos que favorezcan la participación de los empleados.
	Criterios esenciales:
	1.- El marco de gobierno corporativo permite (por ejemplo, no impide o inhibe) el desarrollo de diversas formas de participación de los trabajadores, incluso la participación financiera. 2.- Donde una jurisdicción cualquiera requiere o recomienda fondos de jubilación basados en la compañía, el régimen de gobierno corporativo requiere o recomienda que los fondos que son establecidos por las compañías en una base participativa con los empleados, sean supervisados por agentes fiduciarios (trustees) capaces de ejercer el juicio independiente de la compañía y encargado de la tarea de administrar el fondo en beneficio de todos los beneficiarios.
D.	Las partes interesadas deberán tener acceso de manera oportuna y periódica a información relevante y confiable, cuando éstas participen en el proceso de gobierno corporativo.
	Criterios esenciales:
	1.- En esos casos donde las partes interesadas participan en el proceso del gobierno corporativo, el régimen de gobierno corporativo requiere o recomienda que se les proporcione información adecuada y confiable a fin de facilitar su participación. Cuando el acceso a la información es necesario y requerido, existen mecanismos eficaces para hacer cumplir tal acceso y mecanismos de reparaciones eficaces para los que se dañen por acceso inadecuado.

Elaboración propia.

Tabla 11. Criterios Esenciales del Principio IV. E al IV. F (Fuente: OCDE 2006)

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>IV. Papel de las diferentes partes interesadas en el gobierno de la empresa</i>	
Un marco de gobierno corporativo debe reconocer los derechos de las diferentes partes interesadas establecidas por la ley vigente o por los acuerdos mutuos y promover la cooperación activa entre las sociedades y las diferentes partes interesadas para crear riqueza y empleos y para facilitar la permanencia de empresas financieramente solventes.	
E.	Las partes interesadas, incluidos los trabajadores individualmente y los organismos que los representen, deben poder expresar libremente al Consejo sus preocupaciones en relación con posibles prácticas ilegales o poco éticas, y tal intervención no debe comprometer el ejercicio de sus derechos.
	Criterios esenciales:
	1.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda a las compañías que adopten un mecanismo que: (a) permite que los empleados individualmente y sus organismos representativos se comuniquen e informen confidencialmente al Consejo de Administración o a sus representantes sus preocupaciones sobre posibles prácticas ilegales o poco éticas, y (b) protege a los que utilicen el mecanismo de buena fe de cualquier respuesta adversa que puede ser tomada por la compañía. Hay amplia adhesión a esta práctica y hay mecanismos de acciones correctivas para aquellos cuyos derechos son afectados.
F.	El marco para el gobierno corporativo debe complementarse con un marco efectivo y eficaz para casos de insolvencia, y por medio de la aplicación efectiva de los derechos de los acreedores.
	Criterios esenciales:
	1.- El régimen de quiebra: (a) define claramente los derechos de las distintas clases de acreedores y les permite desempeñar un rol constructivo en la reestructuración de las decisiones que deben ser adoptadas por la empresa insolvente, y (b) no implica demoras excesivas debido a la lentitud de los procedimientos ante los tribunales y otros procedimientos que reducen de hecho el valor de recuperación para los acreedores. Los derechos de los acreedores están claramente definidos y son aplicables sin costo excesivo o indebido a cargo del acreedor y sin incertidumbre para ellos. Sometido a reglas y a regulaciones establecidos por el régimen de quiebras, las garantías están protegidas y pueden ser reclamadas efectivamente o el acreedor puede ser compensado si la garantía ya se ha desviado del deudor.

Elaboración propia.

Tabla 12. Criterios Esenciales del Principio V. A .1 al V. A. 3 (Fuente: OCDE 2006)

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
V. La transparencia y la divulgación de información	
Un sistema de gobierno corporativo debe asegurar la divulgación oportuna de información exacta sobre todas las materias importantes en relación con la empresa, incluida la situación financiera, los resultados, la participación en la propiedad y el gobierno de la empresa.	
A.	La información a divulgar debe incluir, como mínimo, la relativa a:
1	Los resultados financieros y de explotación de la sociedad.
Criterios esenciales:	
<p>1.- El marco de gobierno corporativo requiere a las compañías cotizadas proporcionar, por lo menos anualmente, a los accionistas los estados financieros auditados y estos deben incluir:</p> <ul style="list-style-type: none"> (a) balance, estado de resultados, estado de flujos de efectivo y las notas a los estados financieros que detallan la posición financiera de la compañía; (b) una declaración de cambios en el patrimonio de la propiedad; y (c) estados financieros consolidados cuando la compañía controla a otras empresas. <p>Hay mecanismos eficaces para hacer cumplir tales normas de divulgación y existen, mecanismos reparadores eficaces para los que son dañados como consecuencia de la divulgación de información inadecuada o engañosa, y hay implementación amplia de tales normas de divulgación.</p> <p>2.- El marco de gobierno corporativo requiere a las compañías cotizadas proporcionar a los accionistas, por lo menos anualmente, una descripción narrativa y un análisis, preparados por la dirección (gerencia) y aprobados por el Consejo, sobre la situación financiera y los resultados de las operaciones de la compañía. La información proporcionada deberá explicar:</p> <ul style="list-style-type: none"> (a) la evaluación de la gerencia de los factores que afectaron la situación financiera y los resultados de las operaciones de la compañía durante el período cubierto por los estados financieros; y/o (b) las directrices y tendencias que han conocido que son razonablemente probables a tener un efecto material sobre la situación financiera de la compañía y los resultados de explotación de la sociedad en el futuro. <p>Hay mecanismos eficaces para hacer cumplir tales normas de divulgación y mecanismos reparadores eficaces para los que son dañados por revelación inadecuada o engañosa, y hay amplia implementación de tales normas de divulgación.</p>	
2	Los objetivos de la sociedad.
Criterios esenciales:	
<p>1.- El marco de gobierno corporativo requiere a las empresas a proporcionar importante información sobre sus objetivos comerciales y no comerciales. Hay mecanismos eficaces para hacer cumplir estas normas de divulgación de la información y existen mecanismos reparadores eficaces para los que sean dañados por revelación inadecuada, y hay una amplia implementación de tales normas de divulgación.</p>	
3	La titularidad de los grandes grupos de acciones y de derechos de voto.
Criterios esenciales:	
<p>1.- El marco de gobierno corporativo requiere revelar las informaciones relativas a los propietarios directos de una empresa y a las personas que poseen individual o colectivamente una participación importante (por debajo a una participación de control) en una sociedad:</p> <ul style="list-style-type: none"> (a) al menos una vez por año (por ejemplo en el informe anual o en el acta de la asamblea general de accionistas) y (b) oportunamente, tan pronto han cruzado el límite de participación que da lugar a la revelación. <p>La obligación de revelación de la información tiene suficiente alcance para aplicarse a las estructuras y a los mecanismos accionarios complejos, principalmente aquellos susceptibles de haber sido concebidos con el propósito de disimular la identidad de las personas que efectivamente mantienen el control. Existe mecanismos para hacer respetar esta obligación así como mecanismos reparadores, y esta norma es generalmente aplicada.</p> <p>2.- El marco regulador asegura que la información sobre los propietarios efectivos del capital puede obtenerse al menos por los organismos encargados de hacer cumplir las leyes vigentes (reguladores) y/o en el marco de los procedimientos judiciales y no hay evidencia significativa que estos procedimientos han demostrado ineficacia.</p> <p>3.- El marco de gobierno corporativo requiere y recomienda que las empresas rindan públicamente en tiempo oportuno información suficiente sobre la estructura del grupo de empresas, las participaciones cruzadas importantes y las relaciones entre las sociedad pertenecientes al grupo para permitir a los accionistas conocer los mecanismos de control de la sociedad. Cuando la divulgación de información es requerida, existen mecanismos eficaces para hacer respetar la norma de divulgación, lo mismo existen mecanismos de reparaciones eficaces para los que sean dañados por revelación inadecuada. Si está requerida o recomendada la revelación es amplia.</p>	

Elaboración propia.

Tabla 13. Criterios Esenciales del Principio V. A .4. (Fuente: OCDE 2006)

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>V. La transparencia y la divulgación de información</i>	
Un sistema de gobierno corporativo debe asegurar la divulgación oportuna de información exacta sobre todas las materias importantes en relación con la empresa, incluida la situación financiera, los resultados, la participación en la propiedad y el gobierno de la empresa.	
A.	La información a divulgar debe incluir, como mínimo, la relativa a:
4	La política de remuneraciones aplicada a los miembros del Consejo y directivos principales, así como los datos relativos a los consejeros, incluyendo sus competencias, proceso de selección, su calidad de miembro del Consejo de Administración de otras empresas y el hecho que son considerados como independientes por parte del Consejo.
Criterios esenciales:	
<p>1.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda la completa y oportuna divulgación a los accionistas (en los informes anuales o las actas de junta general anual, por ejemplo) de toda la información relativa a los miembros del Consejo y lo relativo a:</p> <ul style="list-style-type: none"> (a) sus calificaciones y su pertenencia al Consejo de otras empresas, (b) el proceso de selección (c) el hecho que son considerados como independientes y los criterios utilizados por la empresa para considerarles como tales (d) Cualquier otra información importante. <p>Cuando la divulgación es requerida, hay mecanismos eficaces para hacer respetar las normas de divulgación y recursos eficaces de reparación para las personas perjudicadas como resultado de la insuficiente o engañosa información proporcionada. Si está requerido o recomendado, hay amplia implementación de las normas de divulgación.</p> <p>2.- El marco de gobierno corporativo requiere que los miembros del Consejo y los ejecutivos principales revelen públicamente lo siguiente:</p> <ul style="list-style-type: none"> (a) de manera oportuna, cualquier transacción de acciones de la sociedad efectuada por ellos mismos y miembros de su familia próxima o asociados si ellos tienen un interés económico en las transacciones y (b) periódicamente (por ejemplo, en el informe anual o el acta de la junta general) las participaciones beneficiosas de cada uno de los miembros del Consejo y principales ejecutivos (teniendo en cuenta, las acciones del capital de la sociedad poseídas por familiares cercanos o asociados de cada uno de ellos, pero sólo en los casos en que ellos mantienen un interés económico en tales participaciones). <p>Cuando la divulgación se requiere, hay mecanismos eficaces para hacer cumplir las normas de divulgación y medios de reparación eficaces para las personas perjudicadas como resultado de insuficiente o engañosa información proporcionada. Ya sea necesario o recomendado, las normas de divulgación de información son generalmente observadas.</p> <p>3.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda la divulgación a los accionistas en forma oportuna de toda la información relativa a las remuneraciones de los miembros del Consejo y altos ejecutivos respecto de :</p> <ul style="list-style-type: none"> (a) la relación entre su remuneración y los resultados de la empresa y (b) la política en relación con las diversas formas de remuneraciones tales como las indemnizaciones por retiro, beneficios de pensión y remuneración diferida. <p>Cuando la divulgación es requerida, hay mecanismos eficaces para hacer cumplir las normas de divulgación y mecanismos eficaces de reparación para las personas perjudicadas debido a la naturaleza insuficiente o engañosa por la información proporcionada. Ya sea necesario o recomendado la norma de divulgación de la información es ampliamente observada.</p>	

Elaboración propia.

Tabla 14. Criterios Esenciales del Principio V. A .5 al V.A.7 (Fuente: OCDE 2006)

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>V. La transparencia y la divulgación de información</i>	
Un sistema de gobierno corporativo debe asegurar la divulgación oportuna de información exacta sobre todas las materias importantes en relación con la empresa, incluida la situación financiera, los resultados, la participación en la propiedad y el gobierno de la empresa.	
A.	La información a divulgar debe incluir, como mínimo, la relativa a:
5	Operaciones de partes relacionadas.
Criterios esenciales:	
1.- El marco de gobierno corporativo requiere hacer pública de manera oportuna toda la información relativa a operaciones realizadas con partes relacionadas. En este contexto, la divulgación oportuna de información exhaustiva significa (a) para las transacciones que deben estar sujeta a la aprobación de los accionistas en la jurisdicción, la divulgación de esta información debe efectuarse con suficiente antelación de manera que les permita tomar una decisión informada, (b) en lo que concierne a las transacciones efectuadas con partes relacionadas susceptibles de tener un impacto significativo sobre el precio o valor de las acciones de la sociedad pero que no son sometidas a la aprobación de los accionistas, la divulgación suficientemente detallada para permitir a los accionistas minoritarios expresar sus preocupaciones frente a la dirección, a las autoridades y a los tribunales antes que la transacción sea efectuada. © para las transacciones corrientes o menos importante, la divulgación de dicha información al menos una vez al año (por ejemplo, en los estados financieros o informes anuales). Existen mecanismos oportunos y eficaces para hacer cumplir estas normas de divulgación, mecanismos reparadores para las personas afectadas como consecuencia de información inexacta y las normas previstas para difundir la información son generalmente observadas.	
2.- La definición de "parte relacionada" es suficientemente amplia para incluir, en la jurisdicción, el tipo de transacciones que presentan un riesgo real de abuso. No es fácil de eludir y se hace cumplir con eficacia.	
6	Factores de riesgo previsible.
Criterios esenciales:	
1.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda que las empresas divulguen información sobre los factores de riesgo significativos y razonablemente previsible y sobre los procedimientos que han sido establecidos para gestionar tales riesgos. Cuando la divulgación se requiere, hay mecanismos eficaces para hacer cumplir las normas para la divulgación y mecanismos de acciones correctivas eficaces para quienes sean dañados por divulgación inadecuada o engañosa. Si está requerido o recomendado, existe amplia implementación de las normas de divulgación.	
7	Cuestiones relativas a los empleados y otras partes interesadas.
Criterios esenciales:	
1.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda que las empresas revelen públicamente la información sobre los principales problemas que afectan a los empleados y otras partes interesadas (stakeholders) que podrían alterar significativamente sus resultados. Cuando la divulgación es requerida hay mecanismos eficaces para hacer cumplir las normas de divulgación y existen mecanismos de acciones correctivas eficaces para quienes sean dañados por revelación inadecuada. Si está requerido o recomendado, existe amplia implementación de las normas de divulgación.	

Elaboración propia.

Tabla 15. Criterios Esenciales del Principio V. A .8 y V. B (Fuente: OCDE 2006)

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>V. La transparencia y la divulgación de información</i>	
Un sistema de gobierno corporativo debe asegurar la divulgación oportuna de información exacta sobre todas las materias importantes en relación con la empresa, incluida la situación financiera, los resultados, la participación en la propiedad y el gobierno de la empresa.	
A.	La información a divulgar debe incluir, como mínimo, la relativa a:
	8 Estructuras y políticas de gobierno corporativo, y en particular el contenido de cualquier código o política de gobierno corporativo y el proceso utilizado para su implantación.
	Criterios esenciales:
	1.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda que las empresas publiquen, a lo menos una vez al año, un informe sobre gobierno corporativo que, en particular, describa: (a) la composición y el funcionamiento del Consejo de Administración, y (b) la manera cómo la empresa lleva a cabo las prácticas de gobierno empresarial recomendadas por algún código de gobierno corporativo adoptado por la autoridad que tutela a la empresa o por algún código que la empresa ha adoptado. Cuando la divulgación se requiere, hay mecanismos eficaces para hacer respetar las normas de divulgación, incluida la confianza en mecanismos de mercado, y de mecanismos de acciones correctivas para quienes sean dañados por revelación inadecuada. Si está requerido o recomendado, existe amplia implementación de las normas de divulgación.
B.	La información deberá ser elaborada y divulgada con arreglo a normas de alta calidad en materia de contabilidad y revelación de información financiera y no financiera.
	Criterios esenciales:
	1.- El marco de gobierno corporativo establece que existe una organización(es) (nacionales y/o internacional) encargada de elaborar y de interpretar las normas contables. El proceso de elaboración e interpretación de las normas debe ser transparente y la elaboración de las normas debe poder dar lugar a una real consulta pública. Si esta organización es nacional, los procesos de elaboración y de interpretación de las normas deben ser sometidas a la supervisión de una instancia que actúa en el interés público, dotada de responsabilidades y competencias adecuadas y que disponen de medios financieros necesarios para asumir tales responsabilidades. Las normas contables y de revelación son consideradas por una gran cantidad de actores del mercado y de expertos como de alta calidad y conformes con las normas internacionalmente aceptadas. 2.- El marco de gobierno corporativo proporciona para el desarrollo de estados no financieros normas de revelación por una organización que si actúa en interés público (tal como un regulador de valores) o de quienes preparan las normas e interpretación de normas están sujetos a la supervisión de un organismo que actúa en el interés público, dotada de responsabilidades y autoridad y que dispone de adecuado financiamiento para asumir las responsabilidades de supervisión. El proceso de elaboración e interpretación de normas de la organización debe ser transparente y las actividades de elaboración de las normas deben proveer una efectiva consulta con el público. 3.- Hay mecanismos eficaces para hacer cumplir las normas de contabilidad y revelación, mecanismos de acciones correctivas para quienes sean dañados por revelación inadecuada o engañosa, y hay amplia implementación de tales normas de revelación.

Elaboración propia.

Tabla 16. Criterios Esenciales del Principio V. C. y V. D (Fuente: OCDE 2006)

Elaboración propia

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>V. La transparencia y la divulgación de información</i>	
Un sistema de gobierno corporativo debe asegurar la divulgación oportuna de información exacta sobre todas las materias importantes en relación con la empresa, incluida la situación financiera, los resultados, la participación en la propiedad y el gobierno de la empresa.	
C.	Una auditoría debe realizarse anualmente por un auditor externo independiente, competente y calificado, con el fin de ofrecer a los miembros del Consejo y a los accionistas una garantía externa y objetiva de que los estados financieros reflejan fielmente la situación financiera y los resultados de la empresa en todos sus aspectos relevantes.
	<p>Criterios esenciales:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.-El marco de gobierno corporativo requiere: <ol style="list-style-type: none"> (a) a las compañías a tener sus estados financieros anuales auditados por un auditor externo de conformidad a un conjunto completo de normas de auditoría de cuentas coherentes con, o reflejando fielmente, normas de alta calidad internacionalmente aceptadas; b) requiere que el auditor externo sea independiente de la dirección, de los miembros del Consejo y de los accionistas de control, c) requiere o recomienda el proceso de selección del auditor externo sea supervisada por un organismo tal como la asamblea de accionistas o un grupo de miembros del Consejo independientes (por ejemplo, un comité de auditoría o equivalente), que sea independiente de la dirección. 2.-El marco de gobierno corporativo requiere que los auditores de compañías cotizadas sean autorizados (licenciados) y el procedimiento de autorización de tales auditores: <ol style="list-style-type: none"> (a) requiere que los auditores cumplan criterios de calificaciones específicas y de competencia para obtener la autorización (la licencia) y a mantener normas vigentes de competencia profesional; y (b) proporciona el retiro de la autorización a revisar a compañías cotizadas si las calificaciones específicas y el criterio de competencia no son mantenidos o no hay cumplimiento con las normas éticas o normas del control de la auditoría. 3.- El marco de gobierno corporativo establece la existencia de un organismo para hacer cumplir las normas de auditoría (tal como un programa de garantía de calidad) que es: <ol style="list-style-type: none"> (a) independiente de (o sujeto a la supervisión de un organismo que es independiente de) la profesión de auditoría. (b) tiene una adecuada membresía, autoridad y responsabilidades adecuadas así como financiamiento conveniente; y (c) pone en práctica, en lo que concierne a sus actividades de interés público procedimientos transparentes y proporcionan consultas públicas con respecto al desarrollo de sus procedimientos y principales políticas operacionales. 4.- El marco de gobierno corporativo establece la existencia de un organismo, nacional o internacional, encargado de elaborar e interpretar las normas de auditoría, así como los las normas de prácticas éticas para los auditores de sociedades cotizadas. Cuando esta organización es nacional, debe: <ol style="list-style-type: none"> (a) ser independiente de (o sujeto a la supervisión de un organismo que es independiente de) de la profesión de auditoría (b) tiene una adecuada membresía, así como de responsabilidades y de las competencias requeridas y disponer de adecuado financiamiento; y (c) emplea en las medidas que adopte en el interés público procesos transparentes que dan lugar a una consulta pública en lo que concierne a la elaboración de normas. 5.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda al Consejo, comité de auditoría u organismo equivalente a informar a los accionistas en: <ol style="list-style-type: none"> (a) las medidas que ha tomado y los criterios sobre los cuales ha concluido que el auditor era independiente y calificado; (b) las medidas que ha tomado y los criterios en los cuales ha concluido que el auditor externo ha actuado con debido cuidado profesional; y (c) el valor de cualquier trabajo de no auditoría emprendido para la compañía por el auditor externo. Cuando la norma es requerida, hay mecanismos eficaces para la aplicación y hay mecanismos de acciones correctivas para quienes sean dañados por adhesión insuficiente a los requisitos. Si está requerida o recomendada, esta norma tiene por lo general amplia implementación.
D.	Los auditores externos son responsables frente a los accionistas y tienen la responsabilidad frente a la empresa para desarrollar la auditoría con toda la diligencia que es razonable esperar de los profesionales.
	<p>Criterios esenciales:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.- El marco de gobierno corporativo establece claramente que los auditores externos son responsables frente a los accionistas de la compañía en relación con la ejecución de sus funciones de auditorías. 2.- El marco de gobierno corporativo establece un régimen de sanciones eficaces, proporcionadas y disuasivas, multas y/u obligaciones para los auditores que no realizan la auditoría a la compañía con debido cuidado profesional.

Tabla 17. Criterios Esenciales del Principio V. E y V. F (Fuente: OCDE 2006)

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
V. La transparencia y la divulgación de información	
Un sistema de gobierno corporativo debe asegurar la divulgación oportuna de información exacta sobre todas las materias importantes en relación con la empresa, incluida la situación financiera, los resultados, la participación en la propiedad y el gobierno de la empresa.	
E.	Los canales utilizados para divulgar la información deben garantizar un acceso igualitario, oportuno y asequible por parte de los usuarios de la información de interés.
	<p>Criterios esenciales:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.- El marco de gobierno corporativo evita la divulgación privilegiada para las sociedades, los miembros del Consejo y otros insiders (personas que tienen acceso a información confidencial) de información relevante no pública excepto para las excepciones claramente definidas. Hay eficaces mecanismos de aplicación y de acciones correctivas, y hay amplio cumplimiento de la norma. 2.- El marco de gobierno corporativo requiere que las sociedades cotizadas respeten la obligación de divulgación continua de informaciones con el propósito de divulgar oportunamente y sin selectividad todas las informaciones significativas que permitan a los inversionistas tomar decisiones de inversión. Existen mecanismos de cumplimiento de las normas de divulgación, de acciones correctivas para quienes sean dañados por revelación inadecuada o engañosa, y las normas de divulgación son generalmente observadas. 3.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda a las compañías a preparar toda información identificada por los Principios y que sea fácilmente accesible por inversionistas y potenciales inversionistas a no más que un mínimo costo.
F.	El marco de gobierno corporativo debe ser complementado con la adopción de una propuesta efectiva que promueva y recomiende el suministro por parte de analistas de inversiones en empresas, las agencias calificadoras, agentes o corredores de bolsa y otros, de análisis u opiniones útiles para informar las decisiones de los inversionistas libres de cualquier conflicto de interés que pueda comprometer la integridad de su análisis o consejos.
	<p>Criterios esenciales:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.- El marco de gobierno corporativo es complementado por una propuesta efectiva, sea basada en el mercado o regulatoria, abordando los conflictos de interés de agencia de clasificación crediticia, en conformidad a las Declaraciones de Principios concernientes a las actividades de las agencias Clasificadoras de Crédito del IOSCO, y los códigos de conducta de las agencias clasificadoras de crédito generalmente basados en los Fundamentos del Código de Conducta de las Agencias Clasificadoras de créditos publicados por el IOSCO. 2.- La jurisdicción aplica plenamente la Declaración de principios del IOSCO para abordar los conflictos de intereses del analista que vende valores. La metodología de aplicación y ejecución mantenidas reflejan adecuadamente la estructura del mercado en que opera el analista, la reglamentación y cumplimiento de la legislación y los conflictos de intereses y otras probables fuentes de distorsión de los hechos a los cuales el analista se podría enfrentar. 3.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda que los prestatarios de servicios de análisis o de consejos útiles que es relevante a las decisiones de los inversionistas divulguen las informaciones relativas a los conflictos de intereses a los cuales ellos se enfrentan y la manera como los administran. La metodología para la aplicación y el cumplimiento debe adecuadamente reflejar la estructura del mercado en el cual los analistas operan, de la reglamentación y sistemas de cumplimiento y de los probables conflictos de interés y otras fuentes de distorsión a las cuales ellos se podrían enfrentar.

Elaboración propia.

Tabla 18. Criterios Esenciales del Principio VI. A al VI. C (Fuente: OCDE 2006)

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>VI. Responsabilidades del Consejo</i>	
Un sistema de gobierno corporativo debe asegurar la orientación estratégica de la empresa y el control efectivo de la gestión por parte del Consejo, así como la responsabilidad y la lealtad del Consejo frente a la empresa y a los accionistas.	
A.	Los miembros del Consejo deben actuar de buena fe, con diligencia, debido cuidado y disponiendo de la información más completa y en el más alto interés de la compañía y de los accionistas
	Criterios esenciales:
	1.- El marco de gobierno corporativo define los deberes de los miembros del Consejo a fin de que haya un concepto bien definido en relación con el deber de lealtad de los miembros del Consejo y los ejecutivos de la compañía hacia la sociedad y a los accionistas en general. El respeto de este principio es efectivamente asegurado (por las autoridades o gracias a un recurso privado ampliamente accesible, a título individual o colectivo) y existen mecanismos de acciones correctivas. Cuando el deber de la lealtad de los consejeros está definido de manera muy general y se puede ampliar a otras sociedades de un grupo, medidas de protección claras y eficaces que se ponen en práctica para proteger los intereses de la primera empresa y sus accionistas.
	2.- El marco de gobierno corporativo define los deberes de los miembros del Consejo de modo que haya un concepto bien definido en relación con la debida diligencia de estos con respecto a la sociedad y todos sus accionistas. El deber de cuidado reconoce la necesidad que los miembros del Consejo puedan ejercer su juicio de negocios sin riesgos de ver cada una de sus decisiones escrutadas retrospectivamente por las autoridades, los accionistas o los tribunales a la vista de la sociedad y de todos sus accionistas, mientras que proporciona una orientación adecuada sobre los tipos de procesos que los miembros del Consejo deben seguir para asegurar que ellos toman una decisión informada. El respeto de este principio es efectivamente asegurado (por las autoridades o a través de un recurso privado ampliamente accesible tanto individual o colectivamente) y hay mecanismos eficaces de acciones correctivas.
B.	Otorgar trato justo a todos los accionistas cuando las decisiones del Consejo puedan afectar de forma diferente a distintos grupos de accionistas.
	Criterios esenciales:
	1.- Requieren a los miembros del Consejo o recomiendan considerar la posibilidad que las decisiones del Consejo pueden afectar diferente grupos de distinta manera y para refrenarse de actuar de una manera que sea opresiva o injustamente perjudicial a cualquier grupo de accionistas. El respeto de este principio está efectivamente asegurado (por las autoridades o gracias a un recurso privada ampliamente accesible, individual o colectivamente) y existen mecanismos de acciones correctivas eficaces.
C.	Aplicar altos niveles de ética. El Consejo deberá tener siempre en cuenta los intereses de las partes interesadas (stakeholders).
	Criterios esenciales:
	1.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda que las empresas elaboren, bajo la supervisión del Consejo de administración, un código de ética que cubra principalmente el respeto de la ley y las normas profesionales y el establecimiento de límites específicos para la búsqueda de intereses privados por los empleados. El Consejo de administración informa periódicamente el cumplimiento del código por los miembros del Consejo y los empleados y medidas de aplicación adoptadas por la sociedad. Cuando se requiere la divulgación de información, existen mecanismos eficaces para hacer cumplir la norma de revelación. Ya sea necesaria o recomendada, la norma de revelación es generalmente observada.
	2.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda que los miembros del Consejo tomen en cuenta los intereses de las partes interesadas y revelen públicamente que están haciendo en relación a asuntos importantes. Cuando la norma es obligatoria, hay mecanismos eficaces para hacer cumplir las obligaciones de revelación así como recursos eficaces de acciones correctivas. Ya sea necesaria o recomendada, existe amplia revelación de información pertinente sobre cómo los asuntos con partes interesadas está siendo tratados.

Elaboración propia.

Tabla 19. Criterios Esenciales del Principio VI. D.1 al VI. D.3 Fuente: OCDE 2006)

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>VI. Responsabilidades del Consejo</i>	
Un sistema de gobierno corporativo debe asegurar la orientación estratégica de la empresa y el control efectivo de la gestión por parte del Consejo, así como la responsabilidad y la lealtad del Consejo frente a la empresa y a los accionistas.	
D.	El Consejo deberá desempeñar determinadas funciones claves , que incluyen:
1	Examinar y orientar la estrategia de la compañía, los principales planes de acción, la política de riesgos, los presupuestos anuales; definir los objetivos de resultados, control del plan previsto y de los resultados de la compañía; la supervisión de los desembolsos de capital, las adquisiciones y las desinversiones de mayor cuantía.
Criterios esenciales:	
1.- El marco de gobierno corporativo especifica claramente que las funciones claves del Consejo comprenden los requisitos específicos del principio. Hay indicaciones que según las cuales los Consejos de administración, en general, desempeñan un papel fundamental y estratégico en la jurisdicción.	
2	Controlar la eficacia de las prácticas de gobierno corporativo y la introducción de cambios necesarios.
Criterios esenciales:	
1.- El marco de gobierno corporativo debe requerir o recomendar al Consejo de Administración que tome la responsabilidad de las prácticas de gobierno corporativo: <ul style="list-style-type: none"> (a) supervisar que prácticas de gobierno corporativo obligatorio se desarrollen en conformidad a cualquier código impuesto por mandato por una autoridad competente; (b) aplicar y supervisar prácticas de gobierno corporativo recomendadas en cualquier código de gobierno corporativo adoptado por una autoridad competente y que se aplica a la compañía, o cualquier código que la compañía ha adoptado; (c) si la compañía no ha implementado ciertas prácticas específicas de gobierno corporativo recomendadas en tal código, el Consejo debiera explicar porque no ha adoptado tales prácticas recomendadas; y (d) supervisar la estructura y el funcionamiento del Consejo y de otras prácticas de gobierno corporativo. Donde se requieren las prácticas de gobierno corporativo, hay mecanismos eficaces para hacer cumplir tal norma. Si las prácticas están requeridas o recomendadas, hay amplia revelación sobre la puesta en práctica de tal norma de gobierno.	
2.- El marco de gobierno corporativo recomienda al Consejo que evalúe, al menos una vez al año, el desempeño del Consejo de administración como un grupo y sus comités activos, así como de cada miembro del Consejo y los ejecutivos superiores a identificar áreas a mejorar y desarrollar un plan para tales mejoras. Estas evaluaciones deben desempeñar un papel en determinación de políticas de compensación. Esta norma se ampliamente implementada.	
3	Seleccionar, retribuir, controlar y cuando corresponda sustituir a los directivos principales, preparar y supervisar los planes de sucesión.
Criterios esenciales:	
1.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda al Consejo de administración que tome la responsabilidad de seleccionar, de remunerar, de supervisar y, cuando es necesario, de sustituir los ejecutivos claves y de supervisar la planificación de sucesión. Hay mecanismos eficaces que posibilita a accionistas a pedir cuentas por inadecuado desarrollo de esa responsabilidad, tal como oportunidades significativas del accionista de expresar sus preocupaciones en las reuniones de accionistas, poner temas en la agenda de la reunión, votar contra miembros del Consejo, y/o un eficaz mercado en control corporativo. Si la norma está requerida o recomendada hay amplia adhesión a la misma.	

Elaboración propia.

Tabla 20. Criterios Esenciales del Principio VI. D.4 al VI. D.6 (Fuente: OCDE 2006)

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>VI. Responsabilidades del Consejo</i>	
Un sistema de gobierno corporativo debe asegurar la orientación estratégica de la empresa y el control efectivo de la gestión por parte del Consejo, así como la responsabilidad y la lealtad del Consejo frente a la empresa y a los accionistas.	
D.	El Consejo deberá desempeñar determinadas funciones claves , que incluyen:
4	Alinear la retribución a los directivos principales y miembros del Consejo con los intereses a largo plazo de la sociedad y de los accionistas.
Criterios esenciales:	
1.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda al Consejo de Administración: (a) preparar y revelar públicamente la política de remuneración que cubre a los ejecutivos claves y a los miembros del Consejo que se alinea, y explica cómo se hace esto, la remuneración con el interés de largo plazo de la compañía y sus accionistas; (b) garantizar que la elaboración de la política de remuneraciones, su aplicación continua y el establecimiento de la remuneración real sean revisados por un número suficiente de los miembros no ejecutivos del Consejo capaces de ejercer el juicio independiente. Hay mecanismos eficaces que permiten a los accionistas pedir cuentas al Consejo para explicar inadecuado desarrollo de esa responsabilidad y, si es requerida o divulgada, hay amplia adhesión a esta norma.	
5	Garantizar la formalidad y transparencia del proceso de propuesta (candidaturas) y elección de los miembros del Consejo.
Criterios esenciales:	
1.- El régimen de gobierno corporativo requiere o recomienda al Consejo: (a) adoptar los procedimientos que aseguren un proceso formal y transparente del nombramiento del Consejo en el cual los potenciales conflictos de interés son manejados apropiadamente; (b) adoptar procedimientos para la elección de los miembros del Consejo que aseguren la efectiva participación del accionista en el proceso del nombramiento y de la elección; y (c) revelar a los accionistas los procedimientos del nombramiento incluyendo el rol y la composición de cualquier comité de nombramiento. Cualquier cambio o variación de esta política se debe revelar y justificar por el Consejo. Hay mecanismos eficaces que permitan a los accionistas pedir cuentas al Consejo para explicar el inadecuado desarrollo de esta responsabilidad, y si es requerida o recomendada hay amplia adhesión a la norma.	
6	Controlar y gestionar los conflictos de interés que puedan surgir entre directivos, miembros del Consejo y accionistas, incluidos los relativos al uso indebido de los activos de la compañía y los abusos cometidos en relación con las transacciones de partes relacionadas.
Criterios esenciales:	
1.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda que el Consejo supervise un sistema de controles internos diseñados para facilitar la supervisión y la gestión de potenciales conflictos de interés, el uso de activos de la sociedad, y los términos de realización de transacciones con partes relacionadas. El mecanismo y las sanciones previstas se deben revelar públicamente como parte de las responsabilidades del Consejo a informar sobre estructura y políticas de gobierno corporativo, y las transacciones efectuadas con partes relacionadas (principios V.A.5 y V.A.8). Donde se requiera, hay mecanismos eficaces para hacer cumplir el deber del directorio para establecer reglas procedimentales. Si es requerido o recomendado hay amplia implementación de la norma. 2.- El régimen de gobierno corporativo requiere o recomienda que el Consejo de administración gestione las operaciones de auto contratos y las transacciones con partes relacionadas de acuerdo con el deber de los miembros del Consejo de actuar en el interés de la sociedad y de sus accionistas. Existen mecanismos eficaces para la aplicación de estas normas, los recursos de acciones correctivas para los que resultarían perjudicados por estas transacciones, y hay amplia implementación de la norma.	

Tabla 21. Criterios Esenciales del Principio VI. D.7 al VI. D.8 (Fuente: OCDE 2006)

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>VI. Responsabilidades del Consejo</i>	
Un sistema de gobierno corporativo debe asegurar la orientación estratégica de la empresa y el control efectivo de la gestión por parte del Consejo, así como la responsabilidad y la lealtad del Consejo frente a la empresa y a los accionistas.	
D.	El Consejo deberá desempeñar determinadas funciones claves, que incluyen:
7	Garantizar la integridad de los sistemas de presentación de informes contables y financieros de la sociedad, incluida la auditoría independiente. Garantizar la disponibilidad de sistemas de control adecuados, en particular, de sistemas de gestión del riesgo, de control financiero y operativo. Garantizar la adecuación de estos sistemas a la ley y a las normativas aplicables.
Criterios esenciales:	
1.- El régimen de gobierno corporativo requiere o recomienda que el Consejo de Administración supervise la administración de los controles internos diseñados para: <ul style="list-style-type: none"> (a) garantizar la integridad de los sistemas de información contables y financieros de la sociedad y (b) velar de que la empresa está dotada con adecuados mecanismos de control, principalmente para la gestión de riesgos y el control financiero y operacional. El mecanismo se debe revelar en virtud del deber del Consejo de Administración de informar sobre las estructuras y políticas de gobierno corporativo (principio V.A.8). Hay mecanismos eficaces para hacer cumplir la norma. Si está requerida o recomendada, hay amplia implementación de la norma. 	
2.- El marco de gobierno corporativo requiere al directorio manejar el conjunto de relaciones con los auditores externos, de manera de obtener la seguridad razonable que la auditoría de los estados financieros ha sido efectuada de una manera independiente y competente. Hay mecanismos eficaces que aseguran el respeto de la responsabilidad del Consejo de establecer reglas procedimentales y la norma es ampliamente implementada.	
3.- El régimen de gobierno corporativo requiere o recomienda al Consejo desarrollar planes de acción y los procedimientos internos para promover el cumplimiento de las leyes, los reglamentos y las normas que les sean aplicables, incluyendo el código de ética de la sociedad. Los planes de acción deben asegurar que el cumplimiento de los requisitos es recompensado y que violaciones de la ley tienen consecuencias o dan lugar a sanciones. Esos planes de acción deben aplicarse también en la medida de lo posible, a las filiales.	
8	Supervisar el proceso de divulgación de datos y de las comunicaciones.
Criterios esenciales:	
1.- El marco de gobierno corporativo requiere al Consejo de Administración: <ul style="list-style-type: none"> (a) supervisar la revelación de información relevante sobre la compañía; y (b) asumir la responsabilidad para la estrategia de comunicaciones de la compañía con los accionistas. Mecanismos eficaces aseguran el respeto del principio y el procedimiento es objeto de una aplicación general.	

Elaboración propia.

Tabla 22. Criterios Esenciales del Principio VI. E.1 al VI. E.2 (Fuente: OCDE 2006)

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>VI. Responsabilidades del Consejo</i>	
Un sistema de gobierno corporativo debe asegurar la orientación estratégica de la empresa y el control efectivo de la gestión por parte del Consejo, así como la responsabilidad y la lealtad del Consejo frente a la empresa y a los accionistas.	
E.	El Consejo deberá tener la posibilidad de realizar juicios objetivos e independientes sobre cuestiones relativas a la sociedad.
1	<p>El Consejo debe considerar que se asigne un número suficiente de miembros sin cargos de gestión en la compañía, capaces de ejercer el juicio independiente, en tareas donde hay un potencial para el conflicto de intereses. Entre las responsabilidades claves figuran: garantizar la integridad de los sistemas de presentación de informes financieros y no financieros, examinar las operaciones entre partes relacionadas, el nombramiento de los miembros del Consejo y de directivos principales, y la remuneración a dichos miembros.</p> <p>Criterios esenciales:</p> <p>1.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda:</p> <ul style="list-style-type: none"> (a) que una proporción del Consejo debe ser independiente; (b) establece criterios de independencia para impedir que se generen conflictos básicos de agencia que surge a causa de las estructuras de propiedad y control en la jurisdicción y no son fácilmente eludidos; y c) coloca las responsabilidades en las compañías a indicar cuales son los miembros del Consejo que ellos juzgan independientes y cuáles son los criterios de apreciación en la materia. <p>Hay mecanismos eficaces que permiten a los accionistas pedir cuenta al Consejo si estos no han cumplido adecuadamente esta responsabilidad, tal como oportunidades significativas de tratar preocupaciones del accionista en las reuniones de accionistas, poner temas en la agenda de la reunión, votar en contra de las decisiones de los miembros del Consejo, y/o asegurar el funcionamiento de los mercados de control de las empresas. Hay amplia adhesión a la norma.</p> <p>2.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda que el Consejo encomiende las tareas que puedan ser fuente de conflictos de intereses a un número suficiente de miembros del Consejo sin funciones de dirección y capaces de ejercer un juicio independiente, principalmente con respecto a</p> <ul style="list-style-type: none"> (a) supervisión de la integridad del informe financiero y no financiero, incluyendo la auditoría externa; (b) revisión y administración de transacciones entre partes relacionadas y auto contratos; (c) nombramiento de los miembros del Consejo y de los ejecutivos claves; y (d) remuneración del Consejo y de los ejecutivos. <p>Cuando la norma es obligatoria, los requisitos son respaldados por mecanismos eficaces de aplicación y adecuadas medidas correctivas.</p> <p>Cuando la norma no es obligatoria o hecha cumplir de otra manera, hay mecanismos eficaces que permiten a los accionistas pedir cuenta al Consejo si estos no han cumplido adecuadamente esta responsabilidad, tal como oportunidades significativas de tratar preocupaciones del accionista en las reuniones de accionistas, poner temas en la agenda de la reunión, votar en contra de las decisiones de los miembros del Consejo, y/o asegurar el funcionamiento de los mercados de control de las empresas. Hay amplia adhesión a la norma.</p>
2	<p>En el caso de que se creen comisiones dentro del Consejo, el mandato, la composición y los procedimientos de trabajo de cada una de ellas deberá quedar claramente establecidos y ser revelados por parte del Consejo.</p> <p>Criterios esenciales:</p> <p>1.- El marco de gobierno corporativo recomienda o requiere la completa divulgación del mandato, de la composición y de procedimientos de trabajo de los principales comités permanentes y ad hoc del Consejo. Tal revelación debe formar un componente esencial del informe de la compañía sobre sus prácticas de gobierno corporativo. Hay mecanismos de aplicación eficaces, incluyendo los derechos de accionista a solicitar la información. Si es requerido o recomendado, hay amplia implementación de la norma.</p>

Elaboración propia.

Tabla 23. Criterios Esenciales del Principio VI. E.3 al VI. F (Fuente: OCDE 2006)

METODOLOGIA PARA LA EVALUACION DE LA IMPLEMENTACION DE LOS PRINCIPIOS OCDE/ CRITERIOS ESENCIALES	
<i>VI. Responsabilidades del Consejo</i>	
Un sistema de gobierno corporativo debe asegurar la orientación estratégica de la empresa y el control efectivo de la gestión por parte del Consejo, así como la responsabilidad y la lealtad del Consejo frente a la empresa y a los accionistas.	
E.	El Consejo deberá tener la posibilidad de realizar juicios objetivos e independientes sobre cuestiones relativas a la sociedad.
3	Los miembros del Consejo y sus tareas asumidas en otros directorios deberán permitirles reales posibilidades de comprometerse en el desarrollo efectivo de sus responsabilidades.
Criterios esenciales:	
<p>1.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda a las compañías que proporcionen completa revelación sobre cada actividad del miembro del Consejo incluyendo:</p> <ul style="list-style-type: none"> (a) la duración del ejercicio de su cargo como miembro del Consejo y su ocupación en varios comités del Consejo; (b) información general sobre su trabajo principal, si lo hubiere; (c) otras posiciones del Consejo mantenidas al mismo tiempo; (d) registros de asistencia a las reuniones del Consejo y de comités; y (e) cualquier otro trabajo emprendido a nombre del Consejo y la remuneración asociada. <p>Hay efectivo cumplimiento de los requerimientos. Si la norma es requerida o recomendada hay amplia implementación de la norma.</p> <p>2.- El marco de gobierno corporativo requiere o recomienda al Consejo proveer para los miembros al tomar posesión de su cargo y, posteriormente durante su desempeño en el mismo, de un programa de capacitación relevante a fin de que puedan cumplir sus deberes individuales. Las necesidades de entrenamiento de cada miembro del Consejo se re evalúan periódicamente y un entrenamiento adicional se proporciona para satisfacer las necesidades del desarrollo de capacidades del miembro del Consejo. Si la norma es requerida o recomendada hay amplia implementación de la misma.</p>	
F.	Los miembros del Consejo deberán tener acceso a información precisa, relevante y oportuna para poder cumplir con sus responsabilidades.
Criterios esenciales:	
<p>1.- El marco de gobierno corporativo requiere a miembros del Consejo ejecutivos y no-ejecutivos, es decir con funciones de dirección y sin funciones de dirección, que dispongan de la información que ellos consideren relevante para el cumplimiento de sus responsabilidades. El código de ética de la compañía prohíbe la retención o la divulgación retrasada de información relevante al Consejo y hay mecanismos de aplicación eficaces para asegurarse de que la información no está retenida a los miembros del Consejo. Si la norma es requerida o recomendada es ampliamente implementada.</p> <p>2.- En relación con transacciones propuestas o actividades inusuales en los negocios, la revelaciones de la compañía indican que el Consejo ha sido provisto de asesoría oportuna, sin costo para ellos, de asesores calificados (por ejemplo, abogados, contadores, asesores financieros) acerca del proceso que ellos deben seguir y los factores que deben considerar en el cumplimiento de sus obligaciones de lealtad y cuidado a la compañía en el contexto de la transacción o actividad. Las revelaciones de la compañía indican que los miembros del Consejo que se les pide participar en comités independientes pueden mantener asesores independientes cuando ellos ven una necesidad, y tal asesoría es pagada por la compañía. Hay amplia adopción de esas prácticas.</p>	

Elaboración propia.

El propósito final de una evaluación es para detectar la naturaleza y el alcance de los puntos fuertes y débiles específicos en el gobierno societario y así constituir una base para el diálogo sobre las políticas a seguir que permitirá identificar las prioridades en materia de reformas que conduzca al mejoramiento del gobierno corporativo y al rendimiento económico (OCDE, 2006). Además, los Principios y sus criterios esenciales deben comprender el contexto general, la realidad y las circunstancias cambiantes en el entorno legal, económico y cultural, que les haga válido en todos los países a nivel mundial sean miembros o no-miembros de la OCDE.

Los criterios para juzgar si un principio se ha aplicado tienen que ser seleccionados de manera que no implique una opinión acerca de los medios como tales, sino más bien a la eficiencia y eficacia de las medidas adoptadas para alcanzar los resultados recomendados por la OCDE (OCDE, 2006).

La metodología reconoce además el hecho de que los costos y beneficios relativos a diferentes medios de aplicación pueden variar con el tiempo, debido entre otros aspectos a la composición cambiante de las sociedades cotizadas y la estructura de propiedad y control en la jurisdicción de que se trate. Por tanto se considera necesario adoptar una perspectiva dinámica con respecto al diálogo de la política a seguir (OCDE, 2006).

La metodología se centra en la evaluación de la aplicación de los principios de gobierno corporativo en las jurisdicciones y no en cada una de las empresas. Como las empresas individualmente pueden variar sus prácticas, lo que se evalúa es la práctica generalizada en la jurisdicción (OCDE, 2006).

La evaluación debe hacerse con la profundidad suficiente, y consultando una variedad de fuentes, para decidir si un principio está siendo aplicado en la práctica o solamente en teoría. Ciertos aspectos de los Principios están definidos en la legislación y en la reglamentación y otras disposiciones se encuentran en otras disposiciones como orientaciones, autorregulación, instrucciones y documentos de las propias empresas (OCDE, 2006).

La aplicación efectiva de los Principios requiere la disponibilidad de medidas eficaces, proporcionadas y disuasivas en caso de incumplimiento (OCDE, 2006).

También deberá considerar en la evaluación, la fuerza y la eficacia de los mecanismos de mercado existentes para promover la aplicación efectiva de las prácticas de gobierno corporativos, por ejemplo cuando la divulgación de disposiciones en materias de gobierno corporativo pueden ser usadas por el mismo mercado donde los usuarios están acostumbrados a analizar los documentos publicados y a evaluar el desempeño de las sociedades, esto fortalece que sean las propias empresas que se ocupen de adoptar los principios y generar los estatutos que lleven al mejoramiento de los niveles de gobierno corporativo. Si el mercado de capitales se caracteriza por una alta concentración de la propiedad y la falta de profundidad, es posible que el mecanismo de mercado antes señalado sea ineficaz, y en ese caso la supervisión por parte de una autoridad u otras medidas serán necesarias (OCDE, 2006).

Cuando se evalúa la aplicación de los principios en una jurisdicción lo que es evaluado es una combinación de elementos que comprende marco jurídico, funcionamiento del mercado de capitales y las prácticas de las empresas. Una serie de principios no debe ser evaluado en forma aislada, los principios y sub principios son interdependientes, es decir están estrechamente interrelacionados (OCDE, 2006).

El régimen de gobierno corporativo incluye las leyes, los reglamentos, las normas que contienen la jurisprudencia y las decisiones judiciales, los códigos y los principios y las prácticas empresariales. Estos son un producto de las circunstancias, la historia y las tradiciones de cada país (OCDE, 2006).

En todo caso en el marco jurídico, las autoridades que introducen leyes y normas, deben tener en cuenta cuáles serán los costos y los beneficios de introducirlas. Se debe prever las consecuencias de la aplicación de la práctica de las leyes y normas para evitar efectos no pretendidos o negativos, que desde la perspectiva de la empresa, exceden los beneficios y obstaculizan la actividad económica. (OCDE, 2004 a).

4.2.2.2 Leyes y normativa chilenas hasta año 2008

Dado que el propósito de este estudio es determinar cuáles son los aspectos de gobierno corporativo considerados por la OCDE, que a 2008 se encontraban incluidos en las leyes y normas que regían a las sociedades anónimas emisoras de valores públicos, a continuación se presenta una breve reseña de aquellas que se consideraron principales y que han sido vinculadas globalmente con los principios de la OCDE. Además se presenta los cambios que las afectaron posteriormente al año de revisión, entre los años 2009 a 2013.

4.2.2.2.1 Decreto Ley N° 3.538 Ley Orgánica de la SVS

Publicado en Diario Oficial el 23 de diciembre de 1980, crea la Superintendencia de Valores y Seguros. Posteriormente ha sido modificado por Leyes y Decretos Leyes, la más reciente⁴⁷ modificación ha ocurrido en diciembre de 2011 por la Ley N° 20.552 que moderniza y fomenta la competencia del sistema financiero, no obstante, la más importante ha sido en junio de 2007 por la Ley N° 20.190⁴⁸, que introdujo adecuaciones institucionales para el fomento de la industria de capital de riesgo y la continuación del proceso de modernización del mercado de capitales.

Este organismo regulador, tiene la responsabilidad de fiscalización superior, principalmente, de personas que emitan o intermedien valores de oferta pública; bolsas de valores mobiliarios y las operaciones bursátiles; asociaciones de agentes de valores y las operaciones sobre valores que estos realicen; fondos mutuos y las sociedades que los administren; las sociedades anónimas y las en comandita por acciones que la ley sujeta a su vigilancia; empresas dedicadas al comercio de asegurar y reasegurar.

En este documento se encuentran presentes normas que comprenden parte del Principio I, referido al poder y la integridad que tienen los organismos encargados de supervisión, reglamentación y cumplimiento de la legislación para ser eficaces y evitar las influencias comerciales y políticas; y si tienen recursos suficientes para alcanzar sus objetivos en las condiciones que no comprometerá su integridad y autoridad. También comprende al Principio V. B referido a que la información debe ser elaborada y divulgada con arreglo a normas de alta calidad en materia de contabilidad y revelación de información financiera y no financiera. En Chile, el Colegio de Contadores de Chile es el organismo, facultado por Ley N° 13.011 de año 1958, encargado de emitir las normas relativas al ejercicio profesional. Sin embargo, la SVS también está facultada para establecer normas para la confección y presentación de cuentas anuales (memorias), de estados financieros de los sujetos fiscalizados y determinar los principios conforme a los cuales deberán llevar la contabilidad. Podrá impartir instrucciones y adoptar las medidas tendientes a corregir las deficiencias, con el propósito de resguardar a los accionistas, inversionistas, asegurados y del interés público. Ambos organismos han coordinado esfuerzos en el proceso de convergencia hacia la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera emitidas por el International Accounting Standards Board (IASB), que se inició en Chile a partir del año 2009.

⁴⁷ Revisado por el autor en febrero de 2014

⁴⁸ Conocida como Ley de Mercado de Capitales II o MK II.

Las sociedades anónimas que estén obligadas o que en sus estatutos acuerden someterse a las normas que rigen a las sociedades anónimas abiertas⁴⁹, quedarán sometidas a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y de Seguros, deberán inscribirse en el Registro de Valores que lleva este organismo.

4.2.2.2 Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas

Se publicó en el Diario Oficial de 22 de octubre de 1981 y sus rectificaciones en 31 de octubre de 1981. Desde esa fecha ha sido modificada por varias leyes, destacamos en junio de 2007 la Ley N° 20.190 que introduce adecuaciones tributarias e institucionales para el fomento de la industria de capital de riesgo y continua el proceso de modernización del mercado de capitales; en octubre de 2009 la Ley N° 20.382 que introduce perfeccionamientos a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas; en diciembre de 2011 la Ley N° 20.552 que moderniza y fomenta la competencia del sistema financiero y en enero de 2014 la Ley N° 20.720 que sustituye el régimen concursal vigente por una ley de reorganización y liquidación de empresas y personas, y perfecciona el rol de la superintendencia del ramo.

En esta ley quedan incluidos los criterios esenciales referidos principalmente a los siguientes Principios:

- a) Principio II Los derechos de los accionistas y las funciones claves en el ámbito de la propiedad. Se observa que quedan comprendidos los derechos fundamentales, que se complementan con la reglamentación establecida en el Decreto Supremo N° 587 sobre sociedades anónimas y con la Ley N° 18.045 de mercado de valores.
En Chile se prohíbe las acciones al portador y se lleva un registro de accionistas, además el cambio de documentos básicos que rigen a la sociedad es materia de aprobación en junta extraordinaria. También se prohíbe las participaciones recíprocas en los capitales, es decir no permite participaciones cruzadas entre las sociedades filiales y coligadas, ni en el capital de la matriz o de la coligante.
- b) Principio III Trato equitativo de los accionistas. En este punto las referencias son básicamente sobre la prohibición del uso de información privilegiada, de las operaciones abusivas de autocartera, de autocontratos y la comunicación de los miembros del Consejo o ejecutivos principales sobre posibles conflictos de interés. Se complementan con la Norma de Carácter General⁵⁰ N° 30 de la SVS, que se refiere a los procedimientos para facilitar el derecho a voto de los accionistas.

⁴⁹ Son sociedades anónimas abiertas aquellas que inscriban voluntariamente o por obligación legal sus acciones en el Registro de Valores.

⁵⁰ Norma de Carácter General, en adelante se usará el acrónimo NCG

- c) Principio IV Papel de las diferentes partes interesadas en el gobierno de la empresa. Solamente se refiere a los derechos de los acreedores para casos de insolvencia, tema que se regula en Chile por la Ley N° 18.175 de quiebras⁵¹.
- d) Principio V La transparencia y la divulgación de información. Incluye los criterios esenciales referidos a la revelación de los resultados financieros y de explotación de la sociedad, a la revelación de la política de remuneraciones de los miembros del Consejo, a la revelación de transacciones de acciones realizadas por miembros del directorio o miembros de su familia o asociados en que pueda haber posibles conflictos de interés, o transacciones realizadas con partes relacionadas, también comprende la materia de los auditores externos independientes y su responsabilidad hacia la sociedad. En esta ley se exige divulgar oportunamente y sin selectividad las informaciones significativas que permitan a los inversionistas tomar decisiones. Esta legislación es fuertemente complementada por la NCG N° 30 de la SVS, que establece entre otras materias el contenido mínimo del informe anual (memoria).
- e) Principio VI Responsabilidades del Consejo. Esta ley enfatiza el deber de la debida diligencia en el actuar de los miembros del Consejo, que no refrene u oprima a cualquier grupo de accionistas. De la responsabilidad del directorio de seleccionar, de remunerar, de supervisar e incluso de sustituir a los ejecutivos claves. También que se ocupen de gestionar las operaciones de auto contratos y de transacciones con partes relacionadas teniendo en cuenta que deben actuar en interés de la sociedad y de sus accionistas.

Esta Ley asegura que los estatutos de las sociedades que emiten valores, estén alineados con la normativa que ella contiene, en todo caso, siempre prima sobre aquellos.

En Chile, esta ley autoriza la emisión de acciones preferentes. Las preferencias deben establecerse en los estatutos de la sociedad y en los títulos de las acciones, solamente se pueden establecer por un plazo limitado de vigencia y se establecen limitaciones respecto de las preferencias (dividendos que no provengan de utilidades o plazo máximo de preeminencia en el control de la sociedad).

También se establecen las circunstancias en que la sociedad puede adquirir y poseer acciones de su propia emisión (accionista disidente, fusión, disminución de capital, acuerdo de la junta extraordinaria), tales transacciones deberán llevarse a cabo en

⁵¹ Modificada por la Ley N° 20.720 Ley de Reorganización y Liquidación de Activos de Empresas y Personas, que entró en vigencia en octubre de 2014.

bolsas de valores y deberán ser enajenadas por la sociedad dentro del plazo máximo de veinticuatro meses contados desde su adquisición.

En la Ley de sociedades anónimas se refiere al Directorio, que son elegidos por la junta de accionistas, son revocables, renovables en su cargo anualmente o en período que no podrá exceder de tres años, pero susceptibles de ser reelegidos indefinidamente.

Los estatutos de la sociedad podrán establecer la existencia de directores suplentes en número igual a los titulares, que pueden participar en las reuniones con derecho a voz y sólo tienen derecho a voto en ausencia de sus correspondientes titulares. La OCDE en el libro Blanco (2004 a) advertía que se debía evaluar en estos casos si los beneficios de permitir directores alternos justifica los potenciales riesgos a la efectividad del directorio y que la existencia de ellos “jamás debe ser permitida para diluir los incentivos para todos los directores, para que ejecuten diligentemente sus deberes en el mejor interés de la compañía y accionistas”. El marco legal y los documentos de la compañía, deberían dejar claramente de manifiesto cuáles son los roles y responsabilidades de los directores que sirven como alternos suplentes y cuáles son las implicancias para los directores a tiempo completo o principales.

La ley permite que el directorio pueda delegar parte de sus facultades en los gerentes, subgerentes o abogados, en un director o en una comisión de directores y, para objetos especialmente determinados en otras personas. Esto último es la vía por la cual “los accionistas controladores ejercen gestión de la empresa” como indica Lefort (2007).

Otro aspecto importante y que merece atención es que la Ley permite en la sesión de directorio la participación de directores, comunicados simultánea y permanentemente por medios tecnológicos que autorice la SVS.

En Chile el cargo de gerente general es incompatible con el de presidente del directorio, auditor o contador de la sociedad, y en el caso de sociedades anónimas también es incompatible con el de director.

La ley exige la formación de un Comité de directores, cuando tenga un patrimonio bursátil igual o superior a un monto señalado en unidades reajustables⁵², que se revisará

⁵² En octubre de 2009 se promulga la Ley N°20.382, que agrega otra condición copulativa “a lo menos un 12,5% de sus acciones emitidas con derecho a voto, se encuentren en poder de accionistas que individualmente controlen o posean menos del 10 % de tales acciones”.

año a año. La obligación de tener el directorio será respecto del año siguiente, y si disminuyera el patrimonio bursátil a un monto inferior cesa la obligación de mantener ese comité. Las obligaciones son: (a) examinar los informes de auditores externos e inspectores de cuentas, los estados financieros sobre los cuales se deben pronunciar antes de la presentación para la aprobación de los accionistas; (b) proponer al directorio de los auditores externos y los clasificadores de riesgo que serán propuesto a los accionistas en la junta; (c) examinar e informar respecto de operaciones inter grupo (coligadas, filiales, matriz y filiales) y también aquellas en que algún director o partes relacionadas tengan interés; (d) examinar el sistema de remuneraciones y planes de compensación a los gerentes y ejecutivos principales; (e) las materias que señale el estatuto social, o que le encomiende ya sea la junta de accionistas o el directorio.

En esta Ley no se establece expresamente la formación de Comités de Auditoría, ni hay indicaciones al respecto como ocurre en el caso de la Ley Sarbanes Oxley (Cámara de Representantes, 2002), y para los bancos e instituciones financieras chilenas cuyo regulador (SBIF) a través de la circular 3223 creó los Comités de Auditoría. Sin embargo, las labores correspondientes al Comité de Auditoría se entienden comprendidas en las funciones del comité de directores cuya constitución no es regular sino que queda sujeta al cumplimiento de condiciones. No se requiere un comité de remuneraciones, ya que en Chile el monto de las remuneraciones del directorio lo establece anualmente la junta ordinaria de accionistas.

La ley señala que el comité de directores deberá estar formado por tres miembros, la mayoría de los cuales deberán ser independientes del controlador salvo que la cantidad de directores independientes no alcanzara para lograrla. Posteriormente, en octubre de 2009 la Ley N° 20.382 corrige esta situación que se presenta en muchas empresas, porque se exige que las sociedades anónimas abiertas designen al menos un director independiente, que los candidatos sean propuestos con anticipación a la junta de accionistas.

El presidente del directorio no podrá integrar el comité ni sus subcomités, salvo que sea director independiente.

Cabe destacar que en el Proyecto de la Ley de OPAS se planteaba la obligatoriedad de establecer dentro del directorio a un Comité de Auditoría integrado por los accionistas minoritarios, finalmente se aprobó la formación del Comité de directores cuando se cumplen las condiciones señaladas.

4.2.2.2.3 Decreto Supremo N° 587 Reglamento de Sociedades Anónimas

Desde la dictación de este reglamento, en 1982, el texto se ha mantenido casi sin cambios, las reformas introducidas al mercado de capitales y a los gobiernos corporativos de las sociedades anónimas obligaron a actualizarlo, por tanto, fue derogado por el Decreto 702 del Ministerio de Hacienda, publicado en julio 2012.

4.2.2.2.4 Ley N° 18.045 Ley de Mercado de Valores

Se publicó en el Diario Oficial de 22 de octubre de 1981. Desde esa fecha ha sido modificada por varias leyes, entre éstas se destacan: en el año 2000 la Ley N° 19.705 que regula la Oferta pública de adquisición de acciones que le introduce importantes cambios; en el año 2007 la Ley N° 20.190 que introduce adecuaciones tributarias e institucionales para el fomento de la industria de capital de riesgo y continúa el proceso de modernización del mercado de capitales; en el año 2009 la ley N° 20.343 que modifica distintos cuerpos legales con el objeto de mejorar las condiciones de financiamiento para personas y empresas, la Ley N° 20.345 sobre sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros y la Ley N° 20.382 que introduce perfeccionamientos a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas. Continúan las modificaciones, en el año 2010 con la Ley N°20.448⁵³ que introduce una serie de reformas en materia de liquidez, innovación financiera e integración del mercado de capitales; en el año 2011 con la Ley N° 20.552 que moderniza y fomenta la competencia del sistema financiero, y recientemente en el año 2014 con las leyes N° Ley 20.712⁵⁴ referida a la administración de fondos de terceros y carteras individuales y N°20.720 que sustituye el régimen concursal vigente por una ley de reorganización y liquidación de empresas y personas, y perfecciona el rol de la superintendencia del ramo.

Las disposiciones de esta ley se aplican a la oferta pública de valores y sus respectivos mercados e intermediarios, los que comprenden las bolsas de valores, los corredores de bolsas y los agentes de valores; los emisores e instrumentos de oferta pública y los mercados secundarios de dichos valores dentro y fuera de las bolsas, también a aquellas transacciones de valores que tengan su origen en ofertas públicas de los

⁵³ Conocida como Ley de Mercado de Capitales III o MK III.

⁵⁴ Fecha estimada de vigencia a partir de julio de 2014. Esta Ley entrará en vigencia el primer día del mes subsiguiente al de la dictación del decreto supremo del Ministerio de Hacienda que reemplace a los actuales decretos supremos N°1.179/2010 y N°864/1989, el que deberá ser emitido a más tardar seis meses después de la publicación de la Ley N° 20.712. En todo caso, hay disposiciones que rigen desde la publicación oficial de esta ley, es decir, tiene vigencia diferida por evento.

mismos y que se efectúen con intermediación por parte de los corredores o agentes de valores.

Antes del año 2009, por tanto, precedentemente a los cambios incorporados con los cuerpos legales señalados, esta ley establecía disposiciones referidas al registro de valores y de la información; a la información continua y reservada; al mercado secundario; a los corredores de bolsa y a los agentes de valores, a las bolsas de valores; a las actividades prohibidas; a la información en la obtención del control; a la responsabilidad; a las sanciones; a la clasificación de riesgo; a los grupos empresariales, a los controladores y a las personas relacionadas; a la emisión de títulos de deuda a largo plazo; a la emisión de títulos de deuda a corto plazo; a las sociedades securitizadoras, a las cámaras de compensación; a la responsabilidad de las sociedades administradoras de fondos fiscalizados por la SVS; a la información privilegiada; a las garantías sobre valores de oferta pública; a la oferta pública de valores extranjeros en el país; a la oferta pública de adquisición de acciones (OPAS); a la oferta pública de acciones o valores convertibles en el extranjero. Posteriormente, se agregan o complementan títulos referidos a las transacciones sobre valores de oferta pública (Ley N° 20.382, 2009), a la emisión de títulos de deuda de securitización (Ley N° 20.448, 2010), a las empresas de auditoría externa (Ley N° 20.382, 2009). Otros títulos han sido eliminados, de la Cámara de Compensación (Ley N° 20.345, 2009), de la responsabilidad de las sociedades administradoras de fondos fiscalizados por la Superintendencia (Ley N° 20.712, 2014). El título de las administradoras generales de fondo fue agregado (Ley N° 20.448, 2010) y eliminado (Ley N° 20.712, 2014).

Esta Ley faculta a la SVS mediante resolución fundada a suspender hasta por 30 días la oferta, las cotizaciones o transacciones de cualquier valor.

En esta ley quedan incluidos los criterios esenciales referidos principalmente a los siguientes Principios:

- a) Principio II Los derechos de los accionistas y las funciones claves en el ámbito de la propiedad. Las materias comprendidas se enfocan en: asegurar métodos para registrar la propiedad de los inversionistas; a las normas y procedimientos aplicables a la adquisición de control societario en los mercados de capital; al precio transparente y a las condiciones que protejan los derechos de los accionistas en función de sus respectivas categorías; a la información en la obtención del control y de la comunicación escrita a la sociedad que se pretenda controlar, a las sociedades que sean controladoras y controladas de la sociedad cuyo control se pretende; a la

revelación de planes y financiamiento en el caso de ofertas públicas de adquisición de acciones.

- b) Principio III Trato equitativo de los accionistas. Se establece claramente la relación entre los fideicomisarios de valores (custodios), apoderados y sus clientes. Los titulares de certificados de depósitos de acciones (ADR⁵⁵) pueden dar instrucciones de voto vinculante a los depositarios en virtud de sus acciones asociadas a los certificados de depósitos de valores. Se prohíbe el uso de información privilegiada y las operaciones abusivas de autocartera. Se define lo que se considera información privilegiada, se prohíbe manipular el mercado, se establecen sanciones efectivas, proporcionadas y disuasivas en caso de infracción.

- c) Principio IV Papel de las diferentes partes interesadas en el gobierno de la empresa. Se refiere a las quiebras, a la protección de las garantías y que pueden ser fácilmente reclamadas.

- d) Principio V La transparencia y la divulgación de información. La definición de persona (parte) relacionada permite incluir el tipo de transacciones que representan un riesgo real de abuso. La exigencia de informar compras y ventas de acciones inscritas en el registro de valores cuando poseen, directa o indirectamente, 10 % o más del capital suscrito. Considera los conflictos de interés de agencia clasificadora de riesgo. En la clasificación de riesgo de una sociedad, se prohíbe que la información reservada que se tenga de ella sea usada para obtener provecho.

En Chile se prohíbe efectuar transacciones en valores con el objeto de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente los precios.

La Ley N° 18.876 sobre depósito y custodia de valores expresa algunos aspectos que se deben destacar:

- En las relaciones entre la empresa y el depositante, éste es el propietario de los valores depositados a su nombre;
- Ante el emisor de los valores y terceros, salvo excepciones, la empresa es considerada dueña de los valores que mantiene en depósito;
- El depositante o mandante tiene el dominio de los valores depositados para el ejercicio de los derechos políticos y patrimoniales;

⁵⁵ American Depositary Receipts

- La empresa de depósito, con autorización expresa del depositante podrá hacer efectivo los derechos patrimoniales que deriven de los valores en custodia (suscripción y pago de valores de oferta pública, dividendos, intereses, cobrar y percibir amortizaciones, otros)
- Las empresas de depósitos de valores no podrán concurrir a las juntas de accionistas, de tenedores de bonos o asambleas de aportantes, en representación de los depositantes o de los mandantes de estos.

Respecto del último punto, se hace una distinción en el caso de la oferta pública de acciones o valores convertibles en el extranjero, en que el depositario de los certificados representativos de los valores, votará en juntas de accionistas en la forma en que se haya pactado en el contrato de depósito.

El marco de gobierno corporativo establecido por la OCDE requiere o recomienda que las empresas revelen públicamente la información sobre los principales problemas que afectan a los empleados y a otras partes interesadas que podrían afectar significativamente sus resultados. Esta ley y la NCG N° 210 que modifica a la NCG N° 30 emitida por la SVS, exigen la clara y oportuna revelación y divulgación de los hechos esenciales, tales como conflictos laborales, paralización parcial o total, suscripción de convenios o realización de negociaciones con deudores importante, entre otros. Por lo tanto, podría concluirse que este criterio esencial se cumple.

4.2.2.2.5 Ley N° 18.876 Depósito y Custodia de Valores

Esta ley que establece el marco legal para la constitución y operación de entidades privadas de depósito y custodia de valores, publicada en el año 1989, ha sido modificada por otras leyes y en junio de 2007 por la Ley N° 20.190 que introduce adecuaciones tributarias e institucionales para el fomento de la industria de capital de riesgo y continua el proceso de modernización del mercado de capitales; en junio de 2009 por la Ley N° 20.345 referida a los sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros y, en enero de 2014 por la Ley N° 20.720, que a partir de octubre de 2014 sustituyó el régimen concursal por una ley de reorganización y liquidación de empresas y personas, y reestructura la Superintendencia de Quiebra.

En Chile existe el Depósito Central de Valores (DCV), que es una empresa creada en 1993 dedicada al servicio de custodia de valores y orientada además a entregar seguridad y fidelidad en el manejo de dichos títulos. Adicionalmente, a través de una filial "DCV Registros S.A", ofrece a las empresas emisoras de los valores el servicio de

actualización del registro de accionistas, esta actividad complementaria la realiza autorizada por ley.

Esta legislación señala expresamente cuales entidades pueden ser depositantes en DCV, por citar algunas: los agentes de valores, los corredores de bolsa, las bolsas de valores, los bancos, las sociedades financieras, las administradoras de fondos mutuos, las administradora de pensiones. Las personas naturales no pueden depositar valores en DCV. En el caso de las acciones se puede señalar que si bien el DCV registra los valores (títulos desmaterializados) a su nombre, informa a la emisora el registro actualizado de accionistas. La Superintendencia publica el listado de accionistas que poseen la propiedad real, excepto que mantengan sus acciones en custodia, sea a través de un corredor de bolsa u otra entidad autorizada, en cuyo caso aparecerán registradas bajo ese nombre. Cuando las acciones hayan sido adquiridas a través de corredores de bolsa, públicamente no se podrá saber si las acciones son de autocartera o son de otros accionistas. En todo caso, la sociedad emisora deberá mantener a disposición del público, a lo menos en su sede principal, un listado de los depositantes de acciones registradas a nombre de la empresa de depósito (CDV), con indicación de las cantidades que cada uno de los depositantes y sus mandantes mantenga en depósito.

A la luz del Principio V. La transparencia y la divulgación de información. La titularidad de los grandes grupos de acciones y de derechos de voto, cuando el criterio esencial se refiere a “la obligación de revelación de la información tiene suficiente alcance para aplicarse a las estructuras y a los mecanismos accionarios complejos, principalmente aquellos susceptibles de haber sido concebidos con el propósito de disimular la identidad de las personas que efectivamente mantienen el control” surge la interrogante si esos mecanismos impedirían conocer a los verdaderos dueños de la propiedad. La ley de Mercados de Valores obliga a informar a la Superintendencia de Valores y Seguros y a las bolsas del país de las personas que directa o indirectamente, o a través de otras personas naturales o jurídicas posean el 10 % o más del capital suscrito de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en el Registro de Valores que lleva la SVS, lo mismo ocurre cuando a causa de una adquisición de acciones lleguen a ese porcentaje. También obliga a los accionistas mayoritarios a comunicar si las adquisiciones que se han realizado obedecen a la intención de control de la sociedad. En todo caso subsiste la interrogante si en algún caso, cuando quien adquiere las acciones a nombre del accionista es un corredor de la bolsa y que las mantienen a su nombre, se pudiera estar disfrazando la titularidad de la propiedad.

En esta ley queda incluida parte de los criterios esenciales referidos al Principio II Los derechos de los accionistas y las funciones claves en el ámbito de la propiedad. Las materias comprendidas se refieren a que las compañías que cotizan mantienen registros de accionistas, por si mismas o a través de un agente. Si las acciones a nombre de los accionistas son mantenidas por los custodios, los derechos de los accionistas en tales acciones están suficientemente protegidos y los custodios tienen la obligación de salvaguardar los activos de los clientes. Cuando los valores están desmaterializados y transferidos por anotaciones en cuenta, el sistema es amplio y confiable. Las compañías o sus agentes están obligados a mantener un registro exacto de accionistas. Respecto de la exactitud del registro, anteriormente se hizo referencia a los valores que se encuentran bajo el nombre del corredor; surge la interrogante si ello llevará a un evaluador a calificar que no hay exactitud.

4.2.2.2.6 D.S. N° 734 Reglamento sobre Depósito de Valores

Publicado en noviembre de 1991, modificado por el D.S. N° 955 de 2010, publicado en febrero de 2011, que introduce mejoras a los procedimientos relacionados con las entidades de depósito y custodia.

4.2.2.2.7 Ley N° 18.175 Ley de Quiebras

Esta ley del año 1982 ha sido modificada por la Ley N° 20.073 del 29 de noviembre de 2005 y por la Ley N° 20.080 del mismo año que ordenó incorporar el título de Quiebras al Código de Comercio. La ley de Quiebras se mantiene como la ley orgánica de la Superintendencia de Quiebras. Sin embargo, en enero de 2014 ha sido publicada la Ley N° 20.720⁵⁶ que sustituye el régimen concursal por una ley de reorganización y liquidación de empresas y personas, y perfecciona el rol de la superintendencia del ramo, que deroga a la Ley de Quiebras y modifica al Código de Comercio.

En el Código de Comercio bajo el Libro IV “De las quiebras” se refiere a los síndicos (a la nómina, a la designación, a la asunción del cargo, a las atribuciones y deberes de estos, a la cuenta que deberán rendir periódicamente a la junta de acreedores, a la remuneración, a la responsabilidad de los mismos); a la declaración de quiebra; a la fijación de fecha de la cesación de pago; a los efectos de la declaración de quiebra (inmediatos y retroactivos); a la incautación e inventario; juntas de acreedores; continuación efectiva del giro del fallido (total o parcial), la realización del activo, la

⁵⁶ Vigencia a partir de octubre de 2014.

liquidación del pasivo, del sobreseimiento en los procedimientos de la quiebra, acuerdos extrajudiciales y convenios judiciales.

En esta ley quedan incluidos los criterios esenciales referidos principalmente a los siguientes Principios:

- a) Principio I Garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo. Existe la Superintendencia de Quiebras, de manera que hay división clara de las responsabilidades entre diversas autoridades en la jurisdicción, y existe un sistema eficaz de cooperación entre ellos.
- b) Principio IV Papel de las diferentes partes interesadas en el gobierno de la empresa. Se define claramente los derechos de las distintas clases de acreedores y les permite desempeñar un rol participativo en la reestructuración de las decisiones que deben ser adoptadas para la empresa insolvente, además el régimen de quiebra no implica excesivas demoras debido a los procedimientos ante los tribunales. “La continuación efectiva del giro del fallido, total o parcial podrá proponerse en cualquier oportunidad por el síndico o por dos o más acreedores. Para su aprobación se requerirá el acuerdo de los acreedores que representen a lo menos los dos tercios del pasivo de la quiebra con derecho a voto”.

4.2.2.2.8 Ley N° 19.705 Regula OPAS y establece régimen de G.C.

Esta Ley se publicó en el año 2000⁵⁷ y modificó entre otras, a la Ley de Mercado de valores y a la Ley de sociedades anónimas.

En esta ley se incorpora la regulación de las ofertas públicas de adquisición de acciones, que cobraron relevancia desde que se produjo el caso Chispas en 1987, y luego con las operaciones que buscaron solucionar la restricción de recursos que afectaba a Enersis, presentando la opción de incorporar como accionista controlador a Endesa España.

Esta ley se centró en introducir mecanismos de protección a los inversionistas minoritarios y la equidad en el precio ofrecido por acción a los participantes de la OPA, sin importar su participación en la propiedad. La iniciativa legal modificó el régimen de la Ley de mercados de valores, a fin de garantizar la protección de los accionistas, la transparencia de la información y el trato igualitario para los accionistas.

⁵⁷ A febrero de 2014 no había sufrido cambio.

La ley reconoce la existencia de un valor inherente al control de una sociedad, y establece que éste debe distribuirse entre los accionistas.

4.2.2.2.9 Ley N° 20.190 Adecuaciones tributarias e institucionales

Introduce adecuaciones tributarias e institucionales para el fomento de la industria de capital de riesgo y continúa el proceso de modernización del mercado de capitales.

Esta ley publicada en junio de 2007, afectó a muchas otras actualizándolas, entre ellas a la Ley N° 18.045 de mercado de valores, a la Ley N° 18.046 sobre sociedades anónimas, a la Ley N° 18.815 sobre Fondos de Inversión, a la Ley N° 18.657 que autoriza la creación del Fondo de Inversión de Capital Extranjero. Esta Ley incorpora disposiciones que promueven el acceso a financiamiento de empresas de capital de riesgo y PYMES; fortalece la seguridad en el mercado de valores; promueve el desarrollo del mercado financiero (Ministerio de Hacienda, 2007 c).

Ha sido modificada por Ley N° 20.448, en agosto 2010, que introduce una serie de reformas en materia de liquidez, innovación financiera e integración del mercado de capitales y por la Ley N° 20.712, en enero de 2014, que se refiere a la administración de fondos de terceros y carteras individuales y le incorpora normas para incentivar la inversión en capital de riesgo.

Entre los aspectos a destacar establece la Sociedad de Acciones, es una nueva estructura societaria flexible para el Capital de riesgo que posee la flexibilidad propia de la sociedad de responsabilidad limitada, bajo una estructura de capital similar a la de una sociedad anónima. Se crea el Registro de Prenda sin Desplazamiento, centralizado y electrónico, que facilita la información y seguridad en la creación de nuevas prendas y es de carácter nacional y administrado por el Servicio de Registro Civil e Identificación. Establece la inembargabilidad de los valores de los clientes mantenidos por el intermediario, incluso a su nombre, por las deudas de los intermediarios.

La Ley N° 18.815 que regula Fondos de Inversión, publicada en julio de 1989 y modificada en junio de 2007 por la Ley N° 20.190 que introduce adecuaciones tributarias e institucionales para el fomento de la industria de capital de riesgo y continúa el proceso de modernización del mercado de capitales. La Ley N° 18.657 que autoriza creación de Fondos de Inversión de capital extranjero, publicada en septiembre de 1987, también modificada por la Ley N° 20.190 en junio de 2007 y en agosto de 2010 por la Ley N°20.448 que introduce una serie de reformas en materia de liquidez, innovación financiera e integración del mercado de capitales. Ambas leyes fueron derogadas a

partir de octubre de 2014, porque quedaron formando parte de un nuevo y único cuerpo normativo (Ley N° 20.712) que regula la administración de fondos de terceros y carteras individuales.

Los Fondos de inversión de capital extranjero “son aquellos cuyo patrimonio está formado con aportes realizados fuera del territorio nacional por personas naturales o jurídicas o, en general, entidades colectivas para su inversión en valores de oferta pública, cuya administración corresponderá a una sociedad anónima chilena por cuenta y riesgo de los aportantes” (Ministerio de Hacienda, 1987).

El propósito de la ley que autoriza creación de Fondos de Inversión de capital extranjero es captar recursos fuera del territorio nacional mediante colocación de cuotas de participación o para ingresar al país recursos aportados por inversionistas institucionales extranjeros (Ministerio de Hacienda, 1987).

Se puede comentar que en la legislación chilena se cautela el respeto por los derechos y activos tanto de los inversionistas que sean accionistas, como tenedores de bonos o aportantes de cuotas u otros valores, en cambio en los Principios de la OCDE se enfatiza mucho en los derechos de los accionistas.

4.2.2.3 Normas de Carácter General SVS

La Superintendencia de Valores y Seguros a través de su Normativa de Carácter General (NCG), conforme la facultada Ley, proporciona disposiciones, normas y procedimientos que permiten dar cumplimiento a Principios de gobierno corporativo, especialmente en lo que respecta a la entrega de información veraz, detallada, oportuna y de manera pública a los accionistas para que puedan conocer las estructuras de propiedad, de la gestión de los administradores, de la naturaleza y riesgos de los valores para que puedan mantener o decidir acerca de sus inversiones de manera informada.

Anteriormente nos hemos referido a la NCG N° 30, emitida en noviembre de 1989, que establece las normas de inscripción de emisores y valores de oferta pública en el Registro de Valores, su difusión, colocación y obligaciones de proporcionar información continua y ha sido modificada en doce oportunidades antes de 2008 y posteriormente seis veces hasta el año 2013. En 2008 es modificada por la NCG N° 210, a la cual nos referiremos a continuación y por la NCG N° 213, que la modifica en materia de efectos de comercio. En 2009, por la NCG N° 242 en materia de bonos y efectos de comercio; en 2010 por la NCG N° 294 agrega materias sobre sociedades de exploración o

explotación minera; en 2012 por la NCG N° 332 que hace modificaciones para presentar información continua y la publicación de estados financieros anuales bajo IFRS, y en 2013 por la NCG N°346 que sustituye secciones I, II, III modifica secciones IV y V, mejora nivel de información que las sociedades emisoras deben entregar al mercado y actualiza la normativa a las disposiciones de la Ley de Gobiernos Corporativos y a la aplicación de IFRS.

La NCG N° 210 señala como propósito “Las entidades sujetas a la fiscalización de la Superintendencia, y en especial los emisores de títulos de oferta pública, deben proporcionar y asegurar a sus inversionistas, y al mercado en general, condiciones creíbles de oportunidad, equidad y transparencia en la entrega de información relevante para la toma de decisiones financieras o de otra índole. La información generada por las entidades o aquella externa a éstas pero que les afecta, deben ser tratada de acuerdo a criterios de esencialidad según los cuales esta información debe ser comunicada lo más pronto posible al mercado”. Esta norma establece las disposiciones que obligan a revelar los hechos esenciales y otra información del emisor y sus valores, revelar los hechos de interés y establecer que se considera información reservada y de la responsabilidad del directorio sobre la información a la cual se le haya dado este carácter.

Otra norma importante emitida durante el año 2008, es la NCG N° 211 que establece las normas para la publicidad de políticas y procedimiento relativo al manejo y divulgación de información para el mercado. En esta norma se promueve la divulgación rápida y adecuada al público, de parte del emisor al inversionista. Previene del uso de información privilegiada, pone énfasis en:

- (a) el tipo de información que será puesta a disposición de los inversionistas. Establece la exigencia que se prepare el Manual de Manejo de Información de interés para el mercado, además de indicar en éste cual es el órgano societario encargado de establecer las disposiciones del manual y a los responsables de hacer cumplir los contenidos del mismo. También establece que se haga referencia a la existencia de períodos de bloqueo o prohibición, que afecten a directores, ejecutivos principales y a las personas relacionadas con ellos, para la realización de transacciones con valores.
- (b) sistemas implementados para garantizar que dicha información sea comunicada en forma oportuna, tal como mantener la información en sitios web o en oficinas. En esta norma al referirse al contenido del Manual se coloca el mínimo de información requerida, pero no delimita hasta cuánto informar.

Estas Normas de Carácter General se orientan al cumplimiento del Principio V de la OCDE sobre la Transparencia y la divulgación de información, y con las exigencias busca disminuir las asimetrías de información. Diversos autores concluyen que en la medida que existe menor asimetría de información menor es el costo de los fondos propios porque existe menor riesgo, lo que a su vez incide en el crecimiento y rentabilidad de las empresas (ejemplo, Gompers, Ishi & Metrick, 2003; Khurana, Pereira & Martin, 2006; Fu, Kraft & Zhang, 2012; Stephen & de Jong, 2012; Ghoul, Guedhami, Ni, Pittman & Saadi, 2013). Además, las asimetrías de información constituyen un importante elemento en el funcionamiento del mercado de capitales (de la Fuente, Campos, Silva y Cademártori, 2013).

Desde el año 2008 han sido emitidas varias normas que posteriormente han sido derogadas por otras (ver Tabla 24), lo que revela que la normativa es eliminada por el organismo regulador para ofrecer a los inversionistas mejor información y seguridad en los procedimientos.

Tabla 24. Normas de Carácter General emitidas y derogadas en los años posteriores

Norma N°	Materia relacionada a norma emitida [a norma derogatoria]	Año emisión	Año derogación	Derogada por NCG N°
211	Publicidad de políticas y procedimientos relativos al manejo y divulgación de información para el mercado. [Publicidad de políticas y procedimientos relativos a la adquisición o enajenación de valores de la entidad y al manejo y divulgación de información para el mercado.]	2008	2009	270
214	Normas aplicables a las emisiones de títulos de deuda de securitización, a su inscripción en el Registro de Valores, a la difusión y publicidad de dichas emisiones y a su información continua. [Norma aplicable a las emisiones de títulos de deuda de securitización, a su inscripción en el Registro de Valores, a la difusión y publicidad de dichas emisiones y a su información continua.]	2008	2011	303
217	Normas de inscripción de acciones o certificados representativos de acciones en el Registro de Valores Extranjeros, la oferta pública de los mismos en Chile, su difusión, colocación y obligaciones de información. [Normas para la oferta pública de valores extranjeros en Chile.]	2008	2013	352
241	Normas para la inscripción de títulos emitidos por vehículos de inversión colectiva y cuotas de fondos de inversión regidos por la ley 18.815, en el Registro de Valores Extranjeros. Su oferta pública, difusión y colocación en Chile y obligaciones de información. [Normas para la oferta pública de valores extranjeros en Chile.]	2009	2013	352
250	Procedimiento de inscripción de emisores extranjeros y de sus respectivos bonos en el Registro de Valores, la oferta pública de los mismos en Chile, su difusión, colocación y obligación de información. [Procedimiento de inscripción de títulos de deuda emitidos por estados extranjeros, organizaciones internacionales o supranacionales y entidades extranjeras, en el Registro de Valores, la oferta pública de los mismos en Chile, su difusión, colocación y obligaciones de información.]	2009	2011	304
268	Requisitos de los que podrán eximirse las sociedades emisoras de acciones que cumplan las condiciones que se indican. [Requisitos de los que podrán eximirse las sociedades emisoras de acciones que cumplan las condiciones que se indican.]	2009	2012	328
283	Norma sobre presentación de memoria anual para entidades inscritas en el Registro de Valores que presenten su información financiera bajo IFRS. [Sustituye secciones I, II y III y modifica secciones IV y V de Norma de Carácter General N° 30.]	2010	2013	346

Elaboración propia en base a información publicada SVS⁵⁸

⁵⁸ En el link

http://www.svs.cl/institucional/legislacion_normativa/normativa2.php?tiponorma=NCG&numero=&dd=1&mm=1&aa=2008&dd2=17&mm2=2&aa2=2014&buscar=&entidad_web=RVEMI&materia=ALL&enviado=1&hidden_mercado=%25

En Chile, los cambios incorporados por la Ley de OPAS y Gobiernos Corporativos (Ley N°19.705) se orientaron, entre otros aspectos, a alcanzar una mejor calidad de la información entregada por las empresas; a la constitución de comité de directores (en las sociedades anónimas que cumplieran ciertas condiciones respecto del patrimonio bursátil), a la modernización de normas de supervisión y de regulación de las ofertas públicas de adquisición de acciones (Wigodski y Zuñiga, 2003). Los principales problemas de gobierno corporativo se han concentrado en conflictos de interés entre accionistas controladores y minoritarios debido a problemas de agencia, uso de información privilegiada y conductas contrarias a la ética (Wigodski y Zuñiga, 2003).

El avance que generó la promulgación de la Ley de OPAS en materia de gobierno corporativo en Chile, y teniendo presente sus limitaciones, es preciso indicar que en el marco jurídico, constituido por leyes y normas desarrolladas por entes fiscalizadores, es posible que no se incluya todos los temas que han sido sugeridos por los principios de gobierno corporativo planteados por la OCDE.

La hipótesis de trabajo es: La legislación y normativa chilena vigente al año 2008, en materia de Gobierno Corporativo referida a empresas no financieras que cotizan, contienen algunos de los Principios formulados por la OCDE. El trabajo permitirá verificar si existen principios que no han sido abordados en el marco jurídico nacional, o si estando todos presentes, no han sido desarrollados con el alcance que ha definido la OCDE.

4.2.3 Metodología del estudio

Es una investigación exploratoria y descriptiva, que se realizará a través de la revisión y análisis de las principales leyes y normas chilenas, referidas a materias de gobierno corporativo de sociedades no financieras cotizadas, en el marco de los Principios formulados por la OCDE, considerando los criterios esenciales establecidos en el documento al cual nos hemos referido en la sección anterior y que han sido presentados a través de las Tablas 1 a la 23.

En esas tablas se ha sistematizado la información contenida en la parte C. Capítulos de Principios del documento “Metodología para la evaluación de la implementación de los Principios de Gobierno Corporativos OCDE” con el propósito de:

(a) Facilitar la comprensión del documento;

- (b) Facilitar la verificación en este estudio si los criterios esenciales requeridos en los Principios de la OCDE y formulados en la Metodología para la evaluación de su implementación, se encuentran incorporados en el marco jurídico chileno. Esto es, en las leyes y en las normas emitidas por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

La construcción de las tablas, se realizó a partir del documento de la OCDE antes señalado, versiones en inglés y francés. Se respetó la formulación de los criterios esenciales sin resumirlos, por la importancia que ellos tienen como el resultado que se quiere medir al realizar la evaluación de la implementación de los Principios de Gobiernos Corporativos de la OCDE.

Utilizando esos criterios esenciales, y sin pretender llegar a realizar la clasificación en alguna de las categorías de evaluación señaladas anteriormente, se ha revisado las leyes chilenas referidas al mercado de valores, a las sociedades anónimas, a la bolsa de valores y la normativa (limitándonos solamente a las Normas de Carácter General⁵⁹) de las materias pertinentes emitida por la Superintendencia de Valores y Seguros, como entidad reguladora y fiscalizadora del funcionamiento de las sociedades anónimas incorporadas al Registro de Valores. Los documentos sometidos a análisis son los siguientes:

- Decreto Ley N° 3.538 Ley Orgánica de la SVS,
- Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas,
- Decreto Supremo N° 587 Reglamento de Sociedades Anónimas,
- Ley N° 18.045 Ley de Mercado de Valores,
- Ley N° 18.876 Depósito y Custodia de Valores,
- Ley N° 18.175 Ley de Quiebras,
- Decreto Supremo N° 734 Reglamento sobre depósito de valores,
- Ley N° 19.705 Regula OPAS y establece régimen de Gobiernos corporativos,
- Ley N° 20.190 Introduce adecuaciones tributarias e institucionales para el fomento de la industria de capital de riesgo y continúa el proceso de modernización del mercado de capitales,
- Normas de Carácter General (NCG) N° 30, N° 210, N° 211, N° 214, N°216, N° 217, N° 270 y otras, emitidas por la Superintendencia de Valores y de Seguros.

⁵⁹ La SVS emite Normas de Carácter General, Oficios y Circulares.

- Reglamento de la Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores.

Consistentemente con la hipótesis formulada en el estudio, el análisis se ha limitado solo a la legislación y normativa vigente hasta el año 2008. En este estudio no se incluye el cumplimiento de los Principios de la OCDE en las prácticas de las empresas.

Los criterios esenciales están referidos a diferentes aspectos: al sistema jurídico, al organismo regulador, a los intermediarios en el mercado de valores, a los mecanismos de mercado, a las prácticas de las empresas, a la percepción que los participantes del mercado tienen de diferentes materias, entre otros. En este caso solamente se ha observado el marco jurídico de las principales leyes y normas, relacionadas con las sociedades anónimas y emisores de valores, los intermediarios del mercado de valores, los reguladores y los gobiernos corporativos de las empresas.

La importancia de esta revisión es establecer si en la jurisdicción nacional se encuentran las condiciones legales y reglamentarias que permitan observar la posibilidad del cumplimiento de los Principios de gobierno corporativo.

4.2.4 Resultados

4.2.4.1 Revisión al término del año 2008

De la comparación, entre cada uno de los textos legales y normativos antes señalados con los criterios esenciales contenidos en las tablas correspondientes, ha sido posible establecer cuáles son aquellos que al término del año 2008 no se encontraban incluidos en la legislación chilena, para alinearse a los Principios de Gobiernos Corporativos de la OCDE.

Principio I: Garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo

El sistema de gobierno corporativo deberá contribuir a la transparencia y la eficiencia de los mercados, ser coherente con el régimen legal y definir claramente la división de responsabilidades entre las autoridades competentes en materia de supervisión, de regulación y ejecución de las normas y leyes.

1. Constituye un tema en desarrollo, no completado y la prueba de ello es el proyecto de ley⁶⁰ que introduce perfeccionamiento a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas.
2. Los cambios legales han fortalecido a la Superintendencia de Valores y Seguros, proporcionándole un incremento de atribuciones como entidad fiscalizadora, así como aumento en su planta de personal.

Principio II: Los derechos de los accionistas y las funciones claves en el ámbito de la propiedad.

Un sistema de gobierno corporativo debe proteger y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas.

1. Los cambios legislativos se han orientado hacia la protección del accionista, especialmente al accionista minoritario respecto del controlador. Es posible que sea necesario establecer mecanismos de conocimiento público, que sean fácilmente comprendidos por todos los accionistas para reclamar en caso de entorpecimiento del ejercicio de sus derechos.
2. En caso de incumplimiento de las leyes y/o normas, con perjuicio para los accionistas y stakeholders, las sanciones y mecanismos de compensación y reparación debieran ser de fácil y rápido conocimiento por parte de los afectados. La información que identifica las faltas, sus respectivas sanciones y procedimientos de reclamación se encuentran dispersos en las distintas leyes y normas.
3. El marco legal no establece procedimientos explícitos respecto del ejercicio del voto a la distancia, solamente se refiere a la solicitud de poderes, su verificación y el ejercicio del voto a través de mandato.
4. El marco legal debiera establecer procedimientos para que los accionistas, individual o en grupo, puedan plantear o proponer la inclusión de temas, referidos a cualquier materia de interés social, en la agenda de la junta ordinaria.
5. El marco legal debiera establecer procedimientos para que los accionistas puedan conocer con anticipación las candidaturas al Consejo (directorio). Al año 2008 se establece explícitamente el derecho a votar y a elegir, pero no a nominar candidatos.

⁶⁰ Mensaje N° 563-355 Inicia Proyecto de Ley que introduce perfeccionamientos a la normativa que regula los Gobiernos corporativos de las empresas, agosto de 2007, que se transformaría en Ley N° 20.382, promulgada y publicada en octubre 2009, con vigencia a partir del 1 de enero del año 2010.

6. El marco legal debiera establecer que los inversionistas institucionales que actúen en calidad de fiduciarios revelen sus políticas generales en materia de gobierno corporativo y de votación en lo relativo a las inversiones, incluidos los procedimientos previstos para decidir sobre el uso de sus derechos de voto. También debieran revelar el modo en que gestionan los conflictos de intereses que pudieran afectar al ejercicio de derechos fundamentales de propiedad relativos a sus inversiones. El hecho que el inversionista institucional no ejercite adecuadamente sus derechos de propiedad puede tener como consecuencia una pérdida para los cotizantes o inversionistas que les han confiado sus fondos, por tanto, es necesario que sean informados sobre la política a seguir al respecto.

Principio III: Trato equitativo de los accionistas

Un sistema de gobierno corporativo debe garantizar un trato equitativo a todos los accionistas, incluidos los accionistas minoritarios y los extranjeros. Todos los accionistas deben poder obtener una reparación efectiva a cualquier violación de sus derechos.

1. El marco legal debiera especificar claramente a quien se da derecho para controlar el ejercicio del derecho de voto correspondiente a las participaciones en manos de inversionistas extranjeros a través de una cadena de intermediarios.
2. El marco legal debiera proporcionar suficiente aviso de reuniones para permitir a los inversionistas extranjeros tener oportunidades similares a la de los inversionistas nacionales. Las leyes y normas debieran establecer plazos adecuados para la citación a las juntas de accionistas y para la entrega de información oportuna y relevante a los inversionistas extranjeros, de manera que facilite su participación e incluso la votación transfronteriza. Se considera que el plazo mínimo para el envío de la citación de quince días antes de la fecha de la celebración de la junta, debiera ser aumentado.

Principio IV: Papel de las diferentes partes interesadas en el gobierno de la empresa.

Un marco de gobierno corporativo debe reconocer los derechos de las diferentes partes interesadas establecidas por la ley vigente o por los acuerdos mutuos y promover la cooperación activa entre las sociedades y las diferentes partes interesadas para crear riqueza y empleos y para facilitar la permanencia de empresas financieramente solventes.

1. El criterio esencial se refiere a que el marco de gobierno corporativo permita el desarrollo de diversas formas de participación de los trabajadores, incluso la financiera. En Chile, la participación de los trabajadores es solamente para tratos de remuneraciones y condiciones de trabajo, no participan en el Consejo o instancias de administración de la empresa a la cual pertenecen.
2. La participación en el proceso del gobierno corporativo de las empresas no incorpora a los stakeholders o partes interesadas, solamente se enfoca a los accionistas.
3. El fondo de jubilación o beneficios post empleo basados en la compañía no es un tema desarrollado en nuestro país. No existe obligación legal en Chile y algunas empresas lo practican. La ley de sociedades anónimas al referirse al tratamiento de acciones de propia emisión, hace alusión a un programa o plan de compensación a trabajadores de la sociedad, sin embargo en el proyecto de ley de agosto de 2007 que introduce perfeccionamiento a la normativa que regula los gobiernos corporativos de la empresa lo reemplazaría, quedando el tema excluido de la normativa.

Principio V: La transparencia y divulgación de la información

Un sistema de gobierno corporativo debe asegurar la divulgación oportuna de información exacta sobre todas las materias importantes en relación con la empresa, incluida la situación financiera, los resultados, la participación en la propiedad y el gobierno de la empresa.

1. Si bien las empresas a través de sus respectivas páginas web presentan la visión, misión u objetivos estratégicos que la orientan, en la ley no se exige proporcionar información sobre los objetivos comerciales y no comerciales de las entidades. En la normativa de la SVS se exige que las sociedades presenten en la memoria anual las actividades y negocios de la entidad. Por lo tanto, se podría decir que no se exige que proporcionen además los objetivos no comerciales que establece el criterio esencial de la OCDE. Ni en las leyes ni en la normativa emitida por la SVS se exige que se indique la remuneración percibida por cada uno de los principales ejecutivos (gerentes).
2. El marco legal no exige que las empresas divulguen información sobre los factores de riesgo significativos y razonablemente previsibles y sobre los procedimientos que han establecido para gestionar tales riesgos. La normativa de la SVS requiere que

se presente en la memoria anual la “descripción de los principales factores de riesgo propios de la actividad que, a juicio de los administradores, afectan a la entidad”. Sin embargo no exige que se indique como se gestionan tales riesgos⁶¹.

3. El marco legal y normativo no considera que las empresas presenten un informe, a lo menos anual, sobre gobierno corporativo cuando siguen algún código de gobierno corporativo que ha adoptado. Las empresas que lo publican lo hacen siguiendo la política de sus matrices extranjeras, o voluntariamente.
4. Falta que en el marco legal se establezca que el Comité de Auditoría u organismo equivalente deba informar sobre la independencia, calificación y de cualquier trabajo de no auditoría emprendido para la empresa por el auditor externo.
5. Falta que el marco legal promueva que los analistas financieros publiquen sus conflictos de interés y la forma en que los manejan.

Principio VI: Responsabilidades del Consejo

Un sistema de gobierno corporativo debe asegurar la orientación estratégica de la empresa y el control efectivo de la gestión por parte del Consejo, así como la responsabilidad y la lealtad del Consejo frente a la empresa y a los accionistas.

1. Sobre la independencia de los directores no hay exigencias. La ley establece la constitución del Comité de directores con la mayoría de miembros independientes, sin embargo, agrega que los directores que estén vinculados al controlador podrán constituir mayoría si la cantidad de directores independientes no fueren suficiente para lograrla.
2. La constitución del Comité de directores debiera ser permanente y no quedar sujeto a una condición de alta capitalización bursátil que se verifica anualmente y rige para el año siguiente.
3. El marco legal no establece, en el caso de que se creen Comités, la divulgación del mandato, la composición, y los procedimientos de trabajo de cada uno de ellos.
4. En el marco legal se expresa cuales actuaciones no podrían realizar los miembros del directorio, no obstante no se indican las actividades claves que al menos debieran desarrollar.

⁶¹ Kirkpatrick (2009) al analizar el impacto de las debilidades y fallas del gobierno corporativo en la crisis financiera, afirma que la sólida gestión de riesgos no se limita solamente a instituciones financieras.

Estos resultados, en gran parte son coincidentes con las evidencias presentadas en un estudio sobre el gobierno corporativo en Chile, utilizando además de otros, el informe presentado cuando Chile fue postulado como miembro de esa organización (OECD, 2011a).

Haber detectado criterios esenciales que están ausentes en el marco jurídico chileno o están insuficientemente desarrollados, permite establecer que la materia de gobiernos corporativos a nivel legal y normativo se encuentra en evolución y cambios. Esto es evidente al considerar que a agosto de 2008, cuando se presentan los resultados, desde hacía un año se encontraba en trámite en el Congreso Nacional el Proyecto de Ley⁶², que persigue seguir perfeccionando las reglas referidas a gobierno corporativo de las empresas.

4.2.4.2 Mejoras ocurridas entre los años 2009 a 2013.

La Ley N° 20.382 incorpora importantes modificaciones a la Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas; a la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores y al Código de Comercio (Código 1865).

El propósito es: (a) aumentar la transparencia, proporcionando mayor flujo de información al mercado, que no se abuse de la posesión de información privilegiada, (b) corregir asimetrías de información, reducir los costos de información y coordinación entre los accionistas, (c) fortalecimiento de los derechos de los accionistas minoritarios.

A continuación se presenta abreviadamente⁶³ los cambios considerados más relevantes introducidos por la Ley N° 20.382, ordenando los contenidos según lo indicaba el proyecto de esta ley, señalando además cuando corresponde cual es la norma de carácter general emitida por la SVS que se aplica.

4.2.4.2.1 Divulgación de información al mercado

Registro de Valores y de la información

Faculta a la SVS para establecer la información que deberán proporcionar a ella y al público en general, las personas que no sean emisoras de valores, pero por disposiciones legales

⁶² La Ley N° 20.382 finalmente fue publicada en octubre de 2009.

⁶³ Mayor detalle sobre los principales cambios generados puede ser obtenido en el libro Metodología de la OCDE para la evaluación de Principios de Gobiernos Corporativos, Silva (2011).

queden sometidas a su fiscalización y control. La información requerida no podrá exceder a la exigida a los emisores de valores, tanto en contenido como en periodicidad, forma y publicidad. En NCG N°284, de marzo 2010, establece normas y requisitos de inscripción de personas en el Registro especial de entidades informantes y obligaciones de información y publicidad. En NCG N° 117, de abril de 2001 establecía normas para regular la presentación de información a través de internet, norma derogada en julio de 2011 por la NCG N° 314, que regula nueva forma de uso del sistema de envío de información. En NCG N° 332 de marzo 2012, se autoriza a las Sociedades Emisores de Valores de Oferta Pública para publicar sus Estados Financieros Anuales, en sus respectivos sitios de Internet, y no publicados a través de otros medios masivos.

En todo caso es interesante la NCG N° 345, de abril de 2013, que exime de la obligación de inscripción ante el regulador a una serie de ofertas públicas de valores (por ejemplo: instrumentos representativos del capital social de una compañía que representen, a lo menos, el 10% del capital del emisor, cuya oferta mínima por parte de cada inversionista sea la adquisición de un 2% o más del capital del emisor; las ofertas de instrumentos nacionales y extranjeros representativos del capital social, de la entidad, filiales, coligadas en la oferta que es dirigida a los trabajadores de cualquiera de éstas). En cualquiera de los tres casos que comprende esta normativa, la referida oferta no está sujeta a la fiscalización de la SVS. Asimismo, no existe obligación del emisor de entregar en Chile información pública de estos valores.

Información continuada y reservada

Responsabiliza al directorio de cada entidad de adoptar una norma interna, que se ajuste a la NCG que dicte la SVS, que incorpore los procedimientos, mecanismos de control y responsabilidades que aseguren la divulgación veraz, suficiente y oportuna, de todo hecho o información esencial de las entidades y de sus negocios, al momento que éste ocurra o tengan conocimiento.

Obliga a comunicar por medios tecnológicos habilitados por la SVS la decisión de los directores de otorgar el carácter de reservado a ciertos hechos o antecedentes que se refieran a negociaciones aún pendientes y que al conocerse puedan causar perjuicio a la sociedad.

Exige a las personas que posean 10% o más del capital suscrito de una sociedad o que a causa de una adquisición alcanzaran ese porcentaje, a los directores, liquidadores, ejecutivos principales, gerente y gerente general de esa sociedad, que además que informar a la SVS y a cada una de las bolsas de valores del país en que la sociedad tuviera valores registrados para la cotización, cualquier adquisición o enajenación ocurrida, también que informen de toda adquisición o enajenación que efectúen de contratos o valores cuyo precio o resultado dependa o esté condicionado, en todo o en parte significativa, a la variación o evolución del precio de dichas acciones.

Las NCG N° 269 y N° 270, de diciembre de 2009, se refieren a normas sobre el manejo y divulgación de información para el mercado.

Transacciones sobre valores de oferta pública. Adquisición o enajenación de valores de la sociedad

Obliga a los emisores de valores de oferta pública a adoptar una política que establezca normas, procedimientos, mecanismos de control y responsabilidades, conforme a las cuales los directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales, así como las entidades controladas directamente por ellos o a través de terceros, podrán adquirir o enajenar valores de la sociedad o valores cuyo precio o resultado dependa o esté condicionado, en todo o en parte significativa, a la variación o evolución del precio de dichos valores.

La política adoptada podrá prohibirles la adquisición o enajenación de valores de la sociedad bajo ciertas condiciones o por ciertos períodos de tiempo. También se podrá establecer que los infractores, además de los efectos laborales que correspondan, tengan la obligación de pagar una multa a la entidad.

La NCG N° 270 establece normas para la publicidad de políticas y procedimientos relativos a la adquisición y/o enajenación de valores de la entidad y al manejo y divulgación de información para el mercado.

La NCG N° 277 establece los criterios mínimos y las excepciones que se deberán considerar en la preparación y presentación de la información, como asimismo la oportunidad y forma en que ella se le deberá remitir a la SVS.

Transacciones sobre valores de oferta pública. Obligación a informar sobre la posición en valores

Los directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales, así como las entidades controladas directamente por ellos o a través de otras personas, deberán informar a cada una de las bolsas de valores del país en que el emisor se encuentre registrado, su posición en valores de éste y de las entidades del grupo empresarial de que forme parte. Ello deberá ocurrir cuando asuman su cargo o sean incorporadas al registro sujeto a la vigilancia de la SVS, o cuando abandonen el cargo o sean retiradas del registro, o cuando dicha posición se modifique en forma significativa.

Asimismo, deberán informar su posición en valores de los proveedores, clientes y competidores más relevantes de la entidad. También, las adquisiciones y enajenaciones de sus acciones que efectúen sus personas relacionadas.

En NCG N° 269, de diciembre de 2009, se indica la forma y con la periodicidad que deberán informar.

Sanciones por difusión de información falsa o tendenciosa

Establece las penas que se aplican a las personas que con el objeto de inducir a error en el mercado de valores difundan información falsa o tendenciosa, aun cuando no persigan con ello obtener ventajas o beneficios para sí o terceros. El aumento de las penas para quien en virtud de su cargo o relación pudiera poseer o tener acceso a información privilegiada.

NCG N° 270, de diciembre de 2009, deroga la NCG N° 211 y establece normas para la publicidad de políticas y procedimientos relativos a la adquisición o enajenación de valores de la entidad y al manejo y divulgación de información para el mercado.

Corredores de bolsa y agentes de valores

Les exige definir, hacer pública y mantener debidamente actualizadas, normas que rijan los procedimientos, mecanismos de control y responsabilidades que les serán aplicables en el manejo de la información que obtuvieren de las decisiones de adquisición, enajenación y aceptación o rechazo de ofertas específicas de sus clientes, así como de cualquier estudio,

análisis u otro antecedente que pueda incidir en la oferta o demanda de valores en cuya transacción participen.

En NCG N° 278, de enero de 2010, se refiere a los requisitos mínimos a los que deberán ajustarse estas normas y sus modificaciones.

Responsabilidad del directorio sobre divulgación de información.

Para evitar la divulgación de información respecto de la situación legal, económica y financiera de la sociedad a quienes no corresponda antes de ser puesta a disposición de los accionistas y al público en general. Se entenderá que se cumple cuando simultáneamente a dicha divulgación se proporcione la misma documentación o presentaciones al público conforme a la norma de carácter general que dicte la Superintendencia.

NCG N° 30, noviembre de 1989 (modificada), NCG N° 283, febrero de 2010, que ha sido derogada en mayo de 2013 por la NCG N° 346 que realiza modificaciones para mejorar el nivel de información que las sociedades emisoras entregan al mercado .

Es importante señalar que en la NCG N° 30, modificada últimamente por la NCG N° 346, señala que la administración de la entidad deberá describir, distinguiendo, los factores de riesgos propios de la actividad y aquellos referidos al mercado en general, así como las principales estrategias o medidas utilizadas para mitigarlos y la efectividad de las mismas.

Registro Público SVS

Responsabiliza al directorio de la actualización del registro público que lleva la SVS de presidentes, directores, gerentes, ejecutivos principales, administradores y liquidadores de las entidades sujetas a su vigilancia. Aclara sobre quien se entiende como ejecutivo principal.

Divulgación del informe de los auditores externos, de la memoria y los estados financieros auditados

Las sociedades anónimas abiertas deberán poner estos informes a disposición de los accionistas en el sitio en Internet de las sociedades cuando tengan este medio.

Síntesis de comentarios y proposiciones formuladas por Comité de directores

Una síntesis fiel de los comentarios y proposiciones que formulen el comité de directores se incluirá como anexo de la memoria.

4.2.4.2.2 Uso de información privilegiada

Especifica lo que se entiende por información privilegiada.

Se cambia la presunción de acceso a la información (aplicable a actores que interactúan con la administración, sin ser parte de ella) por la presunción de posesión de información (aplicable a los sujetos que se desempeñan dentro de la administración de la empresa) buscando de esta forma establecer un estándar más alto para estos últimos.

Estipula claramente cuáles personas se presume poseen información privilegiada y no coloca el énfasis en el desempeño dentro de la administración de la empresa para establecer tal hecho. Agrega a los ejecutivos principales, a los convivientes de los directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales y liquidadores del emisor o del inversionista institucional, así como cualquier persona que habite en su mismo domicilio.

Añade que se entenderá por información privilegiada la que se posee sobre decisiones de adquisición, enajenación y aceptación o rechazo de ofertas específicas de un inversionista institucional en el mercado de valores.

Establece que los intermediarios de valores, corredores de bolsa y agentes de valores, respecto de las transacciones en que participen, deberán definir, hacer pública y mantener debidamente actualizadas normas que rijan los procedimientos, mecanismos de control y responsabilidades que les serán aplicables en el manejo de información que obtuvieren de las decisiones de adquisición, enajenación y aceptación o rechazo de ofertas específicas de sus clientes, o de cualquier estudio, análisis u otro antecedente que pueda incidir en la oferta o demanda de valores en cuya transacción participen.

Expresa que se presume que poseen información privilegiada los ejecutivos principales y dependientes de las empresas de auditoría externa del emisor o del inversionista institucional, en su caso. La misma presunción afecta a las personas que presten servicios de asesoría permanente o temporal al emisor o inversionista institucional, en su caso, en la medida que la naturaleza de sus servicios les pueda permitir acceso a dicha información.

Establece que las personas que se presume poseen información privilegiada, están obligados a cumplir con las normas referidas a ésta aunque hayan cesado en la relación o posición respectiva.

En NCG N° 278, enero de 2010, se refiere a la obligación de los intermediarios de valores de contar con un Manual de manejo de información.

4.2.4.2.3 Directores independientes

Se exige que las sociedades anónimas abiertas designen al menos un director independiente. Se establece condiciones (% de acciones y plazo para propuesta de candidato) para poder ser elegidos como directores independientes, asimismo establece exigencias al candidato. Agrega que será elegido director independiente aquel candidato que obtenga la más alta votación.

Se agrega las circunstancias, acontecidas en cualquier momento dentro de los últimos dieciocho meses, que hacen que un director independiente no sea considerado como tal.

El director independiente que adquiera una inhabilidad sobreviniente para desempeñar su cargo, cesará automáticamente en él, sin perjuicio de su responsabilidad frente a los accionistas.

No dará lugar a inhabilidad la reelección del director independiente en su cargo o su designación como director en una o más filiales de la sociedad, en cuanto los directores de dichas entidades no sean remunerados.

4.2.4.2.4 Comité de Directores

Designación Comité de directores

Para la designación de un Comité de directores, que deberá constituirlo al año siguiente, cuando la empresa tenga un patrimonio bursátil igual o superior al equivalente a 1.500.000 unidades de fomento⁶⁴, le agrega otra condición copulativa, y ésta es que “a lo menos un 12,5% de sus acciones emitidas con derecho a voto, se encuentren en poder de accionistas que individualmente controlen o posean menos del 10% de tales acciones”.

⁶⁴ UF= unidad reajutable que al 24 de febrero de 2014 es igual a \$23.503,43 que equivale aproximadamente a 42,27 dólares estadounidenses. Patrimonio bursátil de aproximadamente 64 millones de dólares, o más.

Si se produjere una disminución del patrimonio bursátil a un monto inferior o se redujere el porcentaje accionario, la empresa a contar del año siguiente no estará obligada a mantener a los directores independientes ni al comité. No obstante, podrá acogerse voluntariamente a las normas que comprenden al comité de directores y deberá cumplir estrictamente con las disposiciones.

Facultades y deberes del Comité de directores

El comité estará integrado por tres miembros, la mayoría de los cuales deberán ser independientes.

Respecto de las facultades y deberes del comité:

- Se ha eliminado examinar los informes de los inspectores de cuentas ya que estos quedarán contenidos en las cuentas anuales.
- Se exige que un informe relativo a las operaciones con partes relacionadas en las sociedades anónimas abiertas y sus filiales, sea enviada al directorio, anteriormente solo era al presidente del mismo.
- Se ha agregado que deben examinar los sistemas de remuneraciones y planes de compensación de los trabajadores de la sociedad. Antes se refería solamente a los gerentes y ejecutivos principales.
- Se ha agregado la obligación de preparar un informe anual de su gestión, en que se incluyan sus principales recomendaciones a los accionistas.
- Se ha agregado que deben informar al directorio respecto a la conveniencia de contratar o no a la empresa de auditoría externa para la prestación de servicios que no formen parte de la auditoría externa, cuando ellos no se encuentren prohibidos legalmente y en atención a si la naturaleza de tales servicios pueda generar un riesgo de pérdida de independencia.

Remuneración de los miembros del Comité de directores

El monto de la remuneración será fijado anualmente en la junta ordinaria de accionistas, acorde a las funciones que les corresponde desarrollar. Se agrega que el monto no podrá ser inferior a la remuneración prevista para los directores titulares, más un tercio de su monto.

Presupuesto de gastos de funcionamiento del Comité de directores y del asesoramiento a sus miembros

La junta ordinaria de accionistas determinará un presupuesto de gastos de funcionamiento del comité y sus asesores. Se agrega que no podrá ser inferior a la suma de las remuneraciones anuales de los miembros del comité, y éste podrá requerir la contratación de la asesoría de profesionales para el desarrollo de sus labores, en conformidad al referido presupuesto.

Información a la junta de accionistas

Un informe de gestión anual y de los gastos en que incurra, incluidos los de sus asesores, será presentado en la memoria anual y comunicado en la junta ordinaria de accionistas. Las propuestas efectuadas por el comité al directorio que no hubieren sido recogidas por este último, serán informadas a la junta de accionistas previo a la votación de la materia correspondiente.

En 2010 la SVS emitió la NCG N° 283 que se refiere a estos tópicos, norma que ha sido derogada por la NCG N° 346 en mayo de 2013.

Responsabilidad de los miembros del Comité de directores

Los directores que integren el comité en el ejercicio de sus funciones, además de la responsabilidad inherente al cargo de director, responderán solidariamente de los perjuicios que causen a los accionistas y a la sociedad.

4.2.4.2.5 Operaciones con partes relacionadas y conflictos de interés

Agrega un nuevo título en la Ley de Sociedades Anónimas en el cual además incluye, definición de operaciones con partes relacionadas; las personas que participan en operaciones que se consideran entre partes relacionadas; los requisitos y procedimientos para realizar operaciones con partes relacionadas; la obligación de comunicar de inmediato al directorio acerca de negociaciones conducentes a la realización de operaciones con partes relacionadas; responsabilidad solidaria por perjuicios causados por incumplimiento de la obligación; aprobación de la operación por parte de los miembros del directorio, con mayoría absoluta, excluidos quienes estén involucrados; comunicación en la próxima junta de accionistas del acuerdo y aprobación adoptada por del directorio; procedimiento cuando la mayoría absoluta de los miembros del directorio está obligado a abstenerse en la votación; caso de convocatoria a junta extraordinaria para aprobar la operación;

designación de al menos un evaluador independiente para informar condiciones respecto de las condiciones de la operación, sus efectos y su potencial impacto para la sociedad; cuando no hay acuerdo en la selección del evaluador comité de directores de la sociedad puede designar uno adicional; informe de los evaluadores independientes; pronunciamiento de los directores respecto de la conveniencia de la operación; infracciones, sanciones no afectan la validez de la operación pero otorgan el derecho a demandar a la persona relacionada infractora; operaciones con partes relacionadas que podrán ejecutarse sin los requisitos y procedimientos establecidos, con autorización del directorio, porque no son de monto relevante o conforme a políticas generales de habitualidad sean ordinarias en consideración al giro social (informado como hecho esencial), o son entre personas jurídicas en las cuales la sociedad posea, directa o indirectamente, al menos un 95% de la propiedad de la contraparte. También incluye lo que se entiende por oportunidad comercial y la ocasión y derechos a pedir reembolso al infractor.

4.2.4.2.6 Funcionamiento de la junta de accionistas

Convocatoria de las juntas

Se modifica articulado con respecto a las sociedades anónimas abiertas o especiales, que el directorio deberá convocar a junta ordinaria o extraordinaria, según sea el caso, cuando así lo requiera la Superintendencia, sin perjuicio de su facultad para convocarlas directamente.

Citación a junta de accionistas. Indicación de cómo obtener copias íntegras de los documentos que fundamentan las diversas opciones sometidas a voto

La ley señala que en las sociedades anónimas abiertas deberá enviarse una citación por correo a cada accionista con anticipación de al menos quince días a la fecha de la celebración de la junta, indicando las materias a ser tratadas en ella, y ahora agrega que además se deberá indicar en la citación la forma de obtener copias íntegras de los documentos que fundamentan las diversas opciones sometidas a su voto, los que deberán además ponerse a disposición de los accionistas en el sitio en Internet de las sociedades que dispongan de tales medios.

Citación a junta de accionistas. Juntas de accionistas auto convocadas

Podrán auto convocarse y celebrarse válidamente aquellas juntas a las que concurran la totalidad de las acciones emitidas con derecho a voto, aun cuando no hubieren cumplido las formalidades requeridas para su citación.

Acuerdos de junta extraordinaria

En la ley al referirse a las materias que requerirán del voto conforme de las dos terceras partes de las acciones emitidas con derecho a voto, hay modificaciones y adiciones.

.

Acuerdos que dan origen al derecho a retiro de la sociedad

Se refería a la enajenación de un 50% o más del activo, sea que incluya o no su pasivo, agregando el activo de una filial, siempre que ésta represente al menos un 20% del activo de la sociedad, como cualquier enajenación de sus acciones que implique que la matriz pierda el carácter de controlador.

Además, precisa que para determinar los porcentajes de enajenación del activo se realizará conforme al balance del ejercicio anterior.

Derecho a retiro de los accionistas minoritarios, cuando el controlador adquiera más del noventa y cinco por ciento de las acciones de una sociedad anónima abierta

Se agrega el derecho a retiro a favor de los accionistas minoritarios, cuando un controlador adquiera más del noventa y cinco por ciento de las acciones de una sociedad anónima abierta.

Se refiere al plazo para ejercer el derecho a retiro y al caso en que los accionistas no opten por ejercer su derecho a retiro (estatutos facultan al controlador exigir la venta de las acciones a esos accionistas que la adquirieron bajo esa facultad estatutaria).

Acta de la junta de accionistas

Se agrega que en las sociedades anónimas abiertas el acta de la junta de accionistas más reciente deberá quedar a disposición de los accionistas en el sitio en Internet de las sociedades que cuenten con tales medios.

4.2.4.2.7 Voto de accionistas

Del ejercicio del derecho a voto por valores mantenidos en custodia

Los agentes de valores, corredores de bolsa, bolsa de valores, bancos, o cualquier otra entidad legalmente autorizada, que mantenga valores por cuenta de terceros pero a nombre propio “podrán ejercer el derecho a voto de los valores bajo su custodia únicamente si han sido autorizados expresamente para ello por el titular al momento de constituirse la referida custodia”. Añade que sólo podrán ejercer el voto de los valores bajo su custodia a través de sus representantes legales, sus empleados especialmente facultados para ello o sus propios abogados, y no podrán delegarlo en caso alguno a favor de terceros ajenos a ellos.

La NCG N° 271, SVS, de diciembre de 2009, se refiere al registro de las instrucciones de los dueños y al tiempo por el cual deberán conservarse.

Los valores que no puedan ser votados (por falta de autorización o de instrucciones específicas del titular) se considerarán en el cálculo del quórum de asistencia en el caso de entidades que no hayan adoptado mecanismos de votación a distancia autorizados por la SVS.

Votación por cada materia sometida a decisión

Se agrega que: “Las materias sometidas a decisión de la junta deberán llevarse individualmente a votación, salvo que, por acuerdo unánime de los accionistas presentes con derecho a voto, se permita omitir la votación de una o más materias y se proceda por aclamación”.

Simultaneidad de la emisión de los votos, emisión en forma secreta y posterior divulgación del voto de cada accionista

Se agrega que toda votación que se efectúe en una junta deberá realizarse mediante un sistema que asegure la simultaneidad de la emisión de los votos o bien en forma secreta, debiendo el escrutinio llevarse a cabo en un solo acto público, y en ambos casos, que con posterioridad pueda conocerse en forma pública cómo sufragó cada accionista.

NCG N° 273, SVS, del 13 de enero de 2010, aprueba los sistemas de votación en juntas de accionistas, autorizando el uso del sistema de papeleta y del sistema de votación mediante dispositivo electrónico,

Votación a viva voz

Se agrega que: Siempre que la ley ordene a un accionista emitir su voto de viva voz, se entenderá cumplida esta obligación cuando la emisión del mismo se haga por uno de los sistemas de votación simultánea o secreta y con publicidad posterior de cómo sufragó cada accionista. Cuando la junta por la unanimidad de los presentes haya aprobado una modalidad diferente, dicho accionista deberá emitir en todo caso su voto de viva voz, de lo cual se dejará constancia en el acta de la junta.

Votación a distancia

Se agrega que la Superintendencia, mediante norma de carácter general, podrá autorizar a las sociedades anónimas abiertas, para establecer sistemas que permitan el voto a distancia, siempre que dichos sistemas resguarden debidamente los derechos de los accionistas y la regularidad del proceso de votación.

La NCG N° 273 explica cada modalidad de votación, y en el caso de la modalidad del ejercicio del voto a distancia a través de mecanismos electrónicos, se requiere que éstos cumplan los principios de autenticación, control de acceso, confidencialidad, integridad y no repudio a que se refiere la NCG N° 114 de la SVS. Además, establece que toda la documentación de respaldo de los sufragios emitidos y los demás antecedentes generados física o electrónicamente en el proceso de votación, deberán ser almacenados por la sociedad, por un período de al menos 5 años contados desde la fecha de la junta respectiva, y deberán quedar a disposición de la Superintendencia de Valores y Seguros.

4.2.4.2.8 Auditoría externa

Se agrega normativa respecto de las empresas de auditoría externa y a los servicios que prestan a los emisores de valores y a las sociedades anónimas abiertas y especiales.

Concepto de empresas de auditoría externa

Especifica los servicios que las empresas auditoras prestan a los emisores de valores y demás personas sujetas a la fiscalización de la SVS.

Independencia de juicio

- Establece esta condición como requisito para prestar servicios por parte de los socios que suscriban los informes de auditoría, los encargados de dirigir la auditoría y todos los miembros del equipo de auditoría.
- Establece condiciones de presunción de falta de independencia de juicio respecto de una sociedad auditada, indicando a personas naturales que participen de la auditoría externa.
- Indica casos en los cuales se entiende que una empresa de auditoría externa no tiene independencia de juicio respecto de una entidad auditada.
- Establece la obligación de informar sobre la causal de falta de independencia de juicio.
- En la NCG N° 275, se requiere que se comunique, en el momento que ocurra o se tenga conocimiento, la pérdida de independencia de juicio de la empresa de auditoría externa, socios o personas a cargo de auditoría respecto de uno o más clientes, indicando además la razón por la cual ha ocurrido este hecho.

Registro de empresas de auditoría externa

La SVS llevará un Registro de Empresas de Auditoría Externa.

Las empresas de auditoría externa quedarán sometidas a la fiscalización de la SVS en lo referido a los servicios de auditoría externa, los que sólo podrán prestar previa inscripción en el Registro y mientras se encuentren inscritas en éste.

Las empresas de auditoría externa, al solicitar su inscripción en el Registro, deberán proporcionar copia de su reglamento interno, que contenga normas relativas a la actividad de la empresa y que son claramente expresadas en esta Ley.

En NCG N° 275, de enero de 2010 establece disposiciones para regular los contenidos esenciales de las normas contenidas en el reglamento interno de la empresa de auditoría, los estándares mínimos de idoneidad técnica y sus formas de acreditación.

Cancelación de la inscripción en el registro de la Superintendencia

La inscripción podrá ser cancelada cuando la SVS así lo resuelva, mediante resolución fundada y previa audiencia de la empresa de auditoría externa afectada, por haber incurrido en faltas o incumplimientos que se señalan expresamente en esta Ley.

Impedimento para ser socio de una empresa de auditoría

Se establece claramente las condiciones que no permiten ser socio de una empresa de auditoría.

Otros servicios que puede prestar la empresa de auditoría externa

Establece expresamente, de manera general, los servicios regulares que prestan las empresas de auditoría externa.

Se permite que las empresas de auditoría externa desarrollen actividades distintas, siempre que no comprometan su idoneidad técnica o independencia de juicio en la prestación de los servicios de auditoría externa, y previo cumplimiento de su reglamento interno.

Prohibición a las empresas de auditoría para realizar prestación de servicios simultáneos

Las empresas de auditoría externa no podrán prestar simultáneamente servicios de auditoría externa y los servicios que se indican expresamente en la Ley, respecto de una misma entidad que sea emisora de valores y a las demás personas sujetas a fiscalización de la SVS. En todo caso, solo por acuerdo del directorio se permitirá la contratación de la empresa de auditoría externa para la prestación de servicios que, no formen parte de la auditoría externa y de aquellas expresamente señaladas.

La NCG N° 275 ha sido modificada por la NCG N° 355, en diciembre de 2013, que eleva los estándares de funcionamiento de las Empresas de Auditoría Externa (EAE), particularmente enfocado en la idoneidad técnica e independencia de juicio de los socios que dirigen, conducen y suscriben los informes de auditoría y de todos los miembros del equipo que participen en ellas (SVS, 2013).

4.2.4.2.9 Perfeccionamiento a las OPAS

Información en la obtención del control

A toda persona que, directa o indirectamente, pretenda tomar el control de una sociedad anónima abierta le exige comunicar tal hecho a la sociedad anónima que se pretende controlar, a las sociedades que sean controladoras y controladas por la sociedad cuyo control se pretende obtener, a la Superintendencia y a las bolsas en donde transen sus valores, y al público en general. Indica plazo y oportunidad para realizar la comunicación.

Igualmente deberá publicar en el sitio en Internet de las entidades que pretendan obtener el control, en el caso de disponer de tal medio.

Anteriormente, en enero de 2001 la SVS emitió la NCG N° 104, que establece normas respecto de toma de control y de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS).

Control de dos tercios o más de las acciones emitidas con derecho a voto de una sociedad anónima abierta

Incorpora disposiciones respecto de la oferta que el controlador deba realizar cuando, en virtud de una adquisición llegue a controlar dos tercios o más de las acciones emitidas con derecho a voto de una sociedad anónima abierta o de la serie respectiva. Deberá realizar una oferta pública de adquisición por las acciones restantes, dentro del plazo de 30 días, contado desde la fecha de aquella adquisición. También indica cuando no regirá la obligación de realizar una oferta pública de adquisición por las acciones restantes (reducción de pleno derecho del capital, por no haber sido totalmente suscrito y pagado un aumento dentro del plazo legal, o a causa de una oferta pública de adquisición de acciones válidamente efectuada por la totalidad de las acciones de la sociedad).

Frente a adquisiciones del oferente de las mismas acciones comprendidas en la oferta, en condiciones más beneficiosas, los accionistas que le hubieren vendido antes o en la oferta, tendrán derecho a exigir la diferencia de precio o el beneficio de que se trate, considerando el valor más alto que se haya pagado.

Disminuye el plazo que concede el derecho, que anteriormente era 90 días anteriores a la vigencia de la oferta y hasta 120 días posteriores cambiándolo por un plazo que media entre los 30 días anteriores a la vigencia de la oferta y hasta los 90 días posteriores a la fecha de publicación del aviso de aceptación.

Prohibición de adquirir acciones objeto de la oferta durante la vigencia de la OPA

Durante el período de vigencia de la oferta, el oferente no podrá adquirir acciones objeto de la oferta a través de transacciones privadas o en bolsas de valores, nacionales o extranjeras, sino a través del procedimiento establecido en la ley para la Oferta Pública de Adquisición de Acciones.

Vigencia de la oferta

Establece la vigencia de la oferta será establecida por el oferente mediante la fijación de un plazo, indicando que tanto el primero como el último día del plazo comenzarán y terminarán, respectivamente, a la apertura y cierre del mercado bursátil en que se encuentren registrados los valores de la oferta. También se refiere a la prórroga de la oferta por una sola vez y por un mínimo de 5 días y hasta por 15 días adicionales y de la comunicación y publicación del mismo.

Otras ofertas respecto de las mismas acciones

Señala que no podrán participar en las nuevas ofertas simultáneas las personas naturales o jurídicas interesadas como oferentes en aquéllas que estén vigentes. Se establecen condiciones cuando una oferta se hubiere materializado a través de una bolsa de valores, o esto no ha ocurrido.

Cabe destacar que la OCDE, en un estudio realizado en 2011, señalan que si bien esta Ley fortalece los mecanismos de revisión ex ante a nivel de directorio, surge la interrogante si estos mecanismos pueden ser totalmente efectivos en sociedades con accionistas minoritarios débiles, y con débiles incentivos del mercado.

Como se ha podido observar en párrafos anteriores al referirnos a las leyes más relevantes y los cambios que le han afectado, desde el año 2009 han sido emitidas varias leyes que modifican, derogan totalmente o parcialmente a otras.

Últimamente, para atraer inversionistas extranjeros al mercado de capitales chileno y en la búsqueda por simplificar la legislación, reuniendo en un solo cuerpo legal la materia de administración de fondos y disminuir los costos en el servicio de administración de recursos financieros, tales como fondos mutuos, fondos de inversión, fondos para la vivienda, fondos de capital extranjero, en enero de 2014 se emite La ley N° 20.712, que regula la administración de fondos de terceros y carteras individuales y deroga parcial o totalmente algunos cuerpos legales referidos a la materia, por ejemplo deroga la ley N° 18.657 que autoriza creación de fondo de inversión de capital extranjero, y parcialmente a la ley N°18.045, eliminando los títulos referidos a la responsabilidad de las sociedades administradoras y a las administradoras generales de fondos.

Igualmente, la Ley N 20.720 deroga a la actual legislación de quiebras y la reemplaza por una Ley de Reorganización y Liquidación de Activos de Empresas y Personas. La anterior ley respondía a la realidad de hace más de 30 años, estableciendo procedimientos para liquidar las empresas fallidas por la crisis financiera, en cambio la nueva ley pone el énfasis en facilitar la continuidad de las empresas, en facilitar la sobrevivencia de empresas viables o bien, la liquidación rápida y eficiente de los activos de las empresas no viables, en reducir los plazos de tramitación, en la recuperación de los créditos de los acreedores, en la protección a los trabajadores y facilitar la renegociación de deudas a las personas naturales.

En resumen:

- Favorece a la reorganización por sobre la liquidación, porque promueve el emprendimiento e incentiva la conservación de una empresa como una fuente de producción y generación de empleo.
- Otorga garantías y facilita el ejercicio de los derechos de los trabajadores. El inicio del procedimiento de liquidación pone término al contrato laboral y el finiquito produce el proceso administrativo sobre el pago de las indemnizaciones laborales y otros montos a favor de los trabajadores.
- Establece procedimientos concursales para los deudores de cualquier tamaño o naturaleza (micro, pequeños, medianos o grandes, personas jurídicas o naturales).
- Establece procedimientos que facilitan a las personas naturales, renegociar sus deudas con sus acreedores, o de no ser posible, liquidar sus bienes de manera más simple para cumplir con sus obligaciones.
- Otorga más confianza al inversionista extranjero, y promueve la recuperación del crédito.

Esta Ley reestructura a la actual Superintendencia de Quiebras, ahora el ente regulador se denominará Superintendencia de Insolvencia y Reemprendimiento, dependiendo del Ministerio de Economía y no del Ministerio de Justicia. Entre otros avances, se implementará el Boletín Concursal, una plataforma electrónica en la cual se publicarán sin costo todas las resoluciones y actuaciones.

4.2.5 Conclusiones

4.2.5.1 Período 2001-2008

Los resultados obtenidos permiten formular algunas conclusiones respecto de la presencia de los principios para un buen gobierno corporativo (OCDE, 2006) en el marco jurídico chileno.

El análisis de la legislación y normativa vigente en este período mostró que existe la intención de mejorar la revelación de información por parte de las sociedades anónimas abiertas, con el fin de que los usuarios de la información puedan detectar las estructuras de capital que permitan a ciertos accionistas ejercer un desproporcionado grado de control de sus derechos sobre los flujos de efectivo, así como la limitación de transacciones entre partes relacionadas y el uso indebido de información privilegiada.

No obstante, el estudio reveló que existen aspectos contenidos en los Principios para un buen gobierno corporativo que a fines del año 2008 no han sido abordados, por lo tanto se concluye que el tema de gobiernos corporativos a nivel legal y normativo se encontraba en desarrollo. Un gran aporte en ese sentido fue el Proyecto de Ley que se encontraba en trámite en el Congreso Nacional, que proponía seguir perfeccionando las reglas referidas a gobierno corporativo de las empresas. Entre los aportes de ese proyecto se destacan algunas materias planteadas en los criterios esenciales de la Metodología de evaluación del cumplimiento de los Principios de gobiernos corporativos de la OCDE, que se observan ausentes. Es así como se efectúan planteamientos respecto de la regulación del voto a distancia, para que incentive una mayor participación de minoritarios; de establecer que los accionistas dispongan de más y mejor información, con la cual poder ejercer el voto; de asegurar la calidad de los informes de auditoría y que regulen la autorización otorgada por la junta de accionistas para prestar servicios complementarios a la auditoría; de exigir a empresas con alta capitalización a tener al menos un director independiente.

Por lo tanto, la hipótesis formulada (La legislación y normativa chilena vigente al año 2008, en materia de Gobierno Corporativo referida a empresas no financieras que cotizan, contienen algunos de los Principios formulados por la OCDE) ha sido validada.

4.2.5.2 Período 2009-2013

Posteriormente, en octubre de 2009 se aprueba la Ley N° 20.382 que fortalece el gobierno corporativo en Chile y que incorpora algunos de esos puntos faltantes detectados en la investigación.

Los cambios incorporados a la legislación de mercado de valores y de sociedades anónimas han sido significativos, no obstante, algunos puntos del proyecto de ley no quedaron incluidos en la ley promulgada en el año 2009. Es el caso de operaciones con partes relacionadas que se realizan con filiales, que se pretendía pudieran ser realizadas solamente con la aprobación del directorio. Lo mismo ha ocurrido con el requerimiento de quorum de dos terceras partes de las acciones emitidas con derecho a voto para adoptar la decisión de renovar a los auditores. También es el caso, que el voto del controlador no fuera decisivo en la elección del director independiente. O referido al voto de accionistas, se proponía que el controlador debe votar primero y públicamente, de manera de dar a conocer claramente su opinión a los accionistas minoritarios.

Es importante la inclusión del director independiente en el directorio, que deben ser mayoría en el Comité de directores. Ha sido eliminada la norma referida a que los directores vinculados al controlador podrán constituir mayoría en el Comité de directores si la cantidad de directores independientes no fuere suficiente para lograrla. Sin embargo, es una limitación que aún se considere que al no presentarse las condiciones de patrimonio bursátil o porcentaje accionario requerido, a contar del año siguiente no exista obligación a mantener los directores independientes ni al comité. Además agregando la condición copulativa "... 12,5% de sus acciones emitidas con derecho a voto, se encuentren en poder de accionistas que individualmente controlen o posean menos del 10% de tales acciones" reduce el número de sociedades a las cuales aplica la exigencia de tener Comité de directores. Cualquier accionista minoritario que exista en la empresa debe tener resguardado sus derechos frente a cualquier circunstancia.

La divulgación de información al mercado a través de sitio web de la sociedad debiera ser obligatoria en todos los casos, y no quedar sujeta a que la entidad disponga de este medio.

Las leyes debieran ser más generales, y que sea la normativa que emite el regulador la que reglamente a las sociedades cotizadas, teniendo en cuenta los cambios que ocurran en los

negocios, los nuevos instrumentos que surjan en el mercado de valores. Las leyes, con la lentitud que son emitidas no siguen el ritmo que exigen los mercados de capitales globalizados.

En todo caso es importante evitar el exceso de regulación, que podría ser una limitación a las inversiones, y al funcionamiento de los mercados de capitales, por ello es relevante la formación de una cultura ética en los participantes de las organizaciones para que exista compromiso en el respeto de los códigos de gobierno corporativo y de conducta que definan internamente. El informe público del desarrollo de buenas prácticas de gobierno corporativo deberá contribuir al cumplimiento de las mismas.

Basta observar los importantes cambios legales que han acontecido entre los años 2008 a inicios de 2014 en materia de mercado de valores, de gobierno de sociedades cotizadas, de protección a los derechos de los accionistas y acreedores, de la transparencia y uso de la información para poder concluir que en Chile se ha ido robusteciendo el marco legal y normativo tendiente al fortalecimiento del buen gobierno de las empresas y a la protección de las inversiones realizadas en ellas, sea por inversionistas nacionales como extranjeros. Sin embargo, las condiciones de la alta concentración hacen pensar que es muy difícil que se cumplan realmente algunos mecanismos del gobierno corporativo, especialmente relacionados con la independencia de los directores. El sistema legal se ha visto robustecido con el propósito de dar protección a los accionistas minoritarios y a los stakeholders, aunque es posible que se cumple más en la forma que en el fondo.

La adopción en Chile de las NIIF, también constituye un paso importante en el contexto de desarrollar mejor gobierno corporativo y de otorgar mayor transparencia a los mercados de capitales, ya que los inversionistas que cotizan en la bolsa de comercio, tienen derecho a una información financiera que sea precisa, completa, amplia y comparable a través de las compañías. Cada vez más, esto significa que los inversionistas tanto locales como internacionales necesitan que los estados financieros sean preparados de acuerdo con normas reconocidas, que faciliten las comparaciones entre compañías en las mismas industrias, sin importar donde ellas estén localizadas.

La existencia de leyes que regulan a las sociedades puede facilitar la tarea del evaluador del cumplimiento de los Principios de gobierno corporativo, en la medida que todas las

empresas estén obligadas a cumplir con las mismas disposiciones y reglamentaciones. La información revelada por los organismos fiscalizadores del cumplimiento del marco jurídico existente en materia de gobierno corporativo y la existencia de mecanismos eficaces de sanciones y multas frente al incumplimiento de la ley, permite cautelar y observar si las empresas respetan realmente esas regulaciones.

Los principios alcanzan además del marco legal y jurídico del país, a los accionistas, a los organismos reguladores y a las sociedades, por lo tanto, surge la segunda interrogante: ¿Las sociedades chilenas cumplen con los criterios esenciales de los principios de GC de la OCDE? En el siguiente estudio colocaremos la atención en las disposiciones de buen gobierno corporativo que tienen y cumplen las sociedades durante el período de estudio.

4.3 Estudio empírico 2: Cumplimiento de los principios OCDE en sociedades

4.3.1 Introducción

Las buenas prácticas de gobierno corporativo podrían ser usadas como un mecanismo para las empresas que buscan atraer a los inversionistas (Garay y González, 2008). Las prácticas pueden surgir en cumplimiento a la regulación existente, a la autorregulación o a ambas. En 2003, Fernando Lefort concluye que en Chile la autorregulación en los mercados de capitales es prácticamente inexistente, que no hay prácticas relacionadas con el buen gobierno corporativo auto impuestas por las empresas. En 2007, el Centro para el Gobierno de la empresa impulsó iniciativas de autorregulación al formular los Principios Generales de Gobierno Societario para las empresas chilenas, que se enmarca en los Principios formulados en el año 2004 por la OCDE y en la legislación vigente chilena. Algunas importantes empresas pertenecientes a sectores bancario, productivo, servicios y telecomunicaciones han desarrollado iniciativas para definir códigos de gobiernos corporativo y códigos de ética (Ernst & Young, 2007).

Es recomendable que la autorregulación se complemente con la regulación pública. De esta manera se podría aprovechar el conocimiento y experiencia que tienen los regulados sobre el negocio y la industria, así como el fiscalizador puede disciplinar a los encargados de autorregularse (Enrione y Perera, 2007). En 2012, Fernando Coloma superintendente de valores y seguros en Chile expresa que, “la autorregulación permite penetrar la cultura de la empresa más que porque las estén regulando de afuera” (La Tercera, 2012a). La autorregulación y la legislación se complementan.

Entre los criterios esenciales, la OCDE enuncia que los objetivos en materia de gobierno corporativo también se formulan en códigos y normas de carácter voluntario, que no alcanzan la categoría de ley o reglamento. Estos códigos desempeñan un papel importante en la mejora de los sistemas de gobierno corporativo, pero pueden crear incertidumbre entre los accionistas y otras partes interesadas con respecto a su categoría o aplicación. Cuando este tipo de códigos se utiliza a modo de normas nacionales o sustituyendo expresamente a las disposiciones legales o reglamentarias, la credibilidad del mercado requiere que su categoría en términos de cobertura, aplicación, cumplimiento y sanciones quede claramente especificada (OCDE, 2004 a).

Los principios alcanzan además del marco legal y jurídico del país, a los accionistas, a los organismos reguladores y a las sociedades, por lo tanto, surge la segunda interrogante. ¿Las sociedades chilenas cumplen con los criterios esenciales de los principios de gobierno corporativo formulados por la OCDE?

En este documento se realiza una breve descripción del uso de indicadores de buenas prácticas de gobierno societario propuestos por distintos autores, personas naturales o instituciones. A continuación, se expone la metodología utilizada para medir el grado de cumplimiento de los criterios esenciales de buen gobierno corporativo en las empresas chilenas, luego se presentan los resultados y finalmente las conclusiones.

4.3.2 Marco Teórico

A través del tiempo y en diversos países se han desarrollado esfuerzos para medir las prácticas de gobierno corporativo. La medición se realiza a través de índices, que pueden ser auto contruidos o ser contruidos por organizaciones a petición de las empresas, como es el caso de Standard & Poor's⁶⁵, lo que puede inducir al sesgo de autoselección (Cheng, Courtenay y Krishnamurti, 2006), o bien se utilizan los índices emitidos por las agencias calificadoras de la calidad de gobiernos corporativos, cada vez más en aumento (Bozec, Dia y Bozec, 2010).

La construcción del índice intenta “capturar en una sola medida la adopción simultánea de los distintos mecanismos de gobierno y sirve para resumir el grado de cumplimiento de las empresas con las normas establecidas de gobierno, normalmente presentadas a través de los Códigos de Buenas Prácticas” (Pérez de Toledo, 2010).

4.3.2.1 Características de los índices

A continuación se presenta una caracterización general de estos instrumentos de medición, teniendo en cuenta: la fuente de datos, la extensión del cuestionario, la escala de puntuación otorgada a las respuestas, el tratamiento de las respuestas “sin información”, la

⁶⁵ En 2007 Standards and Poor's construyó el índice denominado GAMMA (Governance, Management, Accountability Metrics and Analysis) reemplazando al CGS (Corporate Governance Scores). En este caso se hizo un cambio de metodología para evaluar la calidad de gobierno corporativo de las empresas, incorporando aspectos de riesgos para determinar las áreas más vulnerables a potenciales pérdidas en el valor para los inversionistas, atribuible a las deficiencias de gobierno.

ponderación de las distintas preguntas, la base utilizada para su construcción, las variables comunes que incluyen y el tipo de muestra a las cuales se ha aplicado para determinar los índices promedio.

4.3.2.1.1 Fuente de datos para la construcción

Las fuentes de datos para la construcción del índice pueden ser directas o indirectas, algunos autores realizan encuestas directamente a personas y en otros casos ellos responden los cuestionarios (por ejemplo, Leal y Carvalhal-da-Silva, 2005; Garay y González, 2008) usando información disponible en memorias y web de la propia empresa o proporcionada por instituciones, por ejemplo las Comisiones de valores. En la construcción del índice de Black, Jang y Kim (2006b) la Bolsa de Valores de Corea aplicó la encuesta, la tasa de respuesta superó el 96% debido a que tiene casi autoridad reguladora sobre las empresas cotizadas.

La metodología de usar cuestionarios respondidos por la propia empresa (autoevaluación) presenta problemas de baja respuesta, posiblemente de aquellas que no cumplen las buenas prácticas o bien las respuestas no reflejan la realidad de la entidad sino que se idealiza (Garay y González, 2008), también podría haber un sesgo de sobreestimar la calidad del gobierno corporativo de la empresa (Love, 2011) o las respuestas dadas por los administradores podrían ser muy distintas a las que proporcionarían algunos accionistas (Langebaek y Ortiz, 2007). También puede ser el caso que las preguntas aborden temas sensibles para la compañía, por lo tanto, una baja tasa de respuesta por autoselección puede ser esperada (Ananchotikul, 2008) e incluso porque los destinatarios del cuestionario no saben las respuestas (Drobetz, Schillhofer y Zimmermann, 2004).

Por otro lado, se responden los cuestionarios utilizando información pública disponible que no siempre está completa. Sin embargo, los informes anuales como fuente de información constituyen una buena aproximación al nivel de información revelada por las compañías (Bravo, Abad y Trombetta, 2010; Eng y Mak, 2003; Botosan, 1997).

Otros autores usan una fuente mixta para la construcción del índice y subíndices de gobierno corporativo. Es el caso de Lefort y Walker, en 2005, que aplicaron el cuestionario directamente a directores y gerentes de distintas empresas y frente a la baja respuesta

obtenida (28% aproximadamente) respondieron el cuestionario con información públicamente disponible (logrando aproximadamente un 23% más de respuestas).

Algunos, como Botosan y Plumlee (2002) miden el nivel de revelación en base a información voluntaria y obligatoria requerida por entidades reguladoras, como es el caso de la Securities and Exchange Commission (SEC) a nivel anual (formulario 10-K) y trimestral (formulario 10-Q). Es interesante conocer que Beiner, Drobetz, Schmid y Zimmermann (2006), formulan una encuesta, basada en el código de buenas prácticas suizo, que contiene preguntas/atributos y cada atributo para ser incluido debe hacer referencia a un elemento de gobierno corporativo que aún no es requerido legalmente. Esto último, permitiría tener un mayor conocimiento de los niveles de autorregulación que las empresas tienen en materia de gobierno corporativo.

En 2008, Day no construye un índice, sino que define un conjunto de variables para investigar si el gobierno corporativo está asociado con el nivel de conflictos de agencia en las empresas. Este autor expresa que, la inclusión de variables de gobierno y el procedimiento de codificación usado en la construcción de índice de gobierno pueden ser subjetivos, sin embargo, se guía por las disposiciones contenidas en leyes y normas de entidades reguladoras.

En 2011, Love identifica y analiza tres fuentes usadas por los investigadores para construir índices: la información de leyes y de disposiciones de la compañía; ranking construido por agencias de rating y encuestas de empresas, o bien una combinación de ellas.

4.3.2.1.2 Extensión del cuestionario

Al revisar los cuestionarios formulados para medir la calidad del gobierno corporativo encontramos que hay algunos muy extensos, en cambio otros se construyen con muy pocas preguntas.

Algunos autores o instituciones generan indicadores a partir de numerosos criterios (preguntas) y basándose en información pública, por ejemplo Deminor Rating's Corporate Governance usa 300 criterios dividido en cuatro categorías: derechos y deberes de los accionistas; rango de las defensas de toma de control; información sobre el gobierno

corporativo; estructura y funcionamiento del Consejo (Renders, Gaeremynck y Sercu, 2010).

El índice Governance Metric International (GMI) comprende más de 600 disposiciones de gobierno corporativo (Bebchuk, Cohen y Ferrell, 2004), está dividido en seis categorías: rendición de Cuentas del Consejo; divulgación de información financiera y controles internos; derechos de los accionistas; compensación ejecutiva; mercado para el control y la base de propiedad, comportamiento empresarial y la RSC. En cambio, Aksu y Kosedag (2006) analizan 106 atributos agrupados en tres categorías: estructura de propiedad y relaciones de los inversionistas; transparencia financiera, revelación y estructura; y procesos del directorio y gestión.

En otros casos se reduce el número de preguntas, como ocurre con el índice de CLSA en 2010, que de 56 preguntas originales se eliminan 10 por considerar que al ser respondidas afirmativamente por más del 90% de los encuestados no contribuye a la discriminación o tiene mucho impacto en la puntuación final (Gill, Allen y Powell, 2010).

O bien, hacen como Bebchuk et al. (2004) al estudiar la importancia relativa de las 24 disposiciones seguidas por el Investor Responsibility Research Center (IRRC), dejan fuera del índice 18 disposiciones, utilizando solamente 6: renovación escalonada del Consejo (staggered board); limitación a los accionistas de modificaciones a reglamentos por voto de mayoría; medidas disuasivas o perjudiciales para el adquirente (poison pills); blindajes salariales en caso de despidos (golden parachutes); los requisitos de una mayoría calificada para aprobar las fusiones; y los requisitos de mayoría para aprobar las modificaciones a los estatutos. Estos autores encontraron que las restantes disposiciones no se encuentran correlacionadas con el valor de la empresa.

4.3.2.1.3 Escala de puntuación otorgada a las respuestas

Algunos autores incorporan en los índices calculados escalas con más de dos alternativas de respuesta (por ejemplo Lama, 2013; Haat, Rahman y Mahenthiran, 2008; Arcot y Bruno, 2007; Haat, Mahenthiran, Rahman y Hamid, 2006) que utilizan una escala de Likert de 1 a 5) y otros, solamente alternativas binarias (por ejemplo, Ammann, Oesch y Schmid, 2011; Garay y González, 2008; Brown y Caylor, 2006; Black et al., 2006b; Lefort y Walker, 2005; Haniffa y Cooke, 2002). También se presenta el uso de escalas binarias en la construcción

de índices institucionales, por ejemplo Credit Lyonnais Securities Asia, "CLSA corporate governance rating" es determinado en base a un cuestionario de 57 preguntas que los analistas financieros responden "Sí" o "No" (Doidge, Karolyi y Stulz, 2007) y las empresas son revisadas en relación con la disciplina y la transparencia; la independencia; la rendición de cuentas; la responsabilidad y la equidad; la responsabilidad social; y se ha agregado la práctica del medio ambiente.

En 2005, Bebczuk construyó un índice de Transparencia y Divulgación (TDI) que utiliza como medida de la calidad del gobierno corporativo en las sociedades cotizadas argentinas. El TDI es una parte del CGI (Índice de Gobierno Corporativo) con el cual está altamente correlacionado. El TDI comprende 32 preguntas binarias, cuyas respuestas se calificarán con 1 cuando existe información parcial o totalmente pública y 0, en caso contrario.

En la Universidad Nacional de Singapur, en 2009 se ha desarrollado un índice de gobierno y transparencia (GTI) conjuntamente con otras instituciones, patrocinado por CPA Australia y apoyado por la Asociación de Gestión de Inversiones de Singapur (Investment Management Association of Singapore). Este índice se divide en dos secciones: Gobierno con un máximo de 75 puntos y Transparencia con un máximo de 25 puntos. Presenta un aspecto interesante en la metodología y esto es, que agrega puntos (premios) o resta puntos (castigos) al evaluar aspectos que van más allá del código (NUS Business School, 2009).

El uso de una escala binaria para calificar la respuesta podría ser considerado más objetivo que establecer el grado de calificación en una escala más amplia.

4.3.2.1.4 Tratamiento de las respuestas "sin información"

Se encuentran los autores que le otorgan puntuación 0 a cada pregunta para la cual no se ha obtenido información, sean respondidas directamente por los encuestados o por el investigador (por ejemplo, Ammann et al., 2011). Asignarle calificación 0 no permite en el análisis diferenciar de aquellas respuestas que realmente fueron negativas, es decir se confundiría el incumplimiento con el hecho de que no exista información para responder. Por otra parte, al calcular el índice para evaluar el cumplimiento las respuestas "sin información" pueden ser incluidas o excluidas en el denominador, en el primer caso el índice calculado resultará ser menor y en el segundo estaría sobrevaluado.

Si una empresa no informa sobre una cuestión en particular, ésta no se considera como una parte del valor para determinar el índice, así lo hacen Lefort y Walker (2005) quienes señalan que en aquellas empresas en las cuales no pudo obtenerse información de forma directa, un tercio de las preguntas no pudieron ser respondidas con la información revelada públicamente, por tanto quedan sin respuesta. Es un tratamiento diferente del utilizado por Ananchotikul (2008) que utiliza el valor cero, para indicar que hay falta de información de una medida de gobierno corporativo que debería haber sido incluida por la empresa.

4.3.2.1.5 Ponderación de las preguntas

Algunos autores otorgan distinto peso o ponderación a cada principio, a diferencia como hacen otros autores, como por ejemplo, Bebchuk et al. (2004), Gompers, Ishii y Metrick (2003) que otorgan igual ponderación a cada disposición.

En Chile, Lefort y Walker (2005) calcularon un índice general (CG) en base a 67 preguntas separadas en cuatro categorías: principios generales; ejecutivos y Consejo; accionistas; revelación e información. Estos autores parten del supuesto que las preguntas tienen la misma importancia relativa, sin embargo, determinaron un único indicador general (CG) mediante el cálculo del promedio de los resultados obtenidos en cada categoría. Ellos mismos advierten que ese resultado debe interpretarse con cuidado.

Para las empresas tailandesas, Ananchotikul (2008) calcula un índice CGI que corresponde a un índice compuesto por el promedio ponderado de 5 subíndices. Las ponderaciones otorgadas a cada subíndice son determinadas por la cantidad de información recogida para cada uno. Este autor formula 76 preguntas, que toman un valor binario, 1 si la respuesta es afirmativa o la respuesta queda contenida en los límites definidos y 0, en caso contrario, luego otorga puntuación máxima a obtener en cada pregunta la que dependerá de la importancia que le atribuye. A la proporción de puntaje obtenido en cada subíndice se le aplica la ponderación atribuida al mismo (estructura del Consejo 20%; conflicto de interés 25%; responsabilidades del Consejo 20%; derechos de los accionistas 10%; revelación y transparencia 25%), finalmente la suma de los subíndice ponderados permite obtener el valor de CGI (entre 0 y 100), indicando el valor más alto mejor calidad del gobierno corporativo.

Por otra parte, Black et al. (2006b) reconocen la falta teórica para asignar ponderaciones a los subíndices o elementos utilizados dentro de los mismos. Ellos determinan cinco subíndices que contienen distinta cantidad de elementos, sin embargo, todos se ponderan por un factor 20, lo que equivaldría a otorgarle la misma ponderación a cada uno. El índice KCGI es la suma de los subíndices, mayor puntuación significará mejor gobierno corporativo.

Asimismo, Bebchuk et al. (2004) critican que a muchas disposiciones de gobierno corporativo que tienen poca importancia se les puede otorgar un mayor peso, y por el contrario a unas pocas disposiciones de mucha relevancia se le puede otorgar una ponderación menor, tal hecho distorsiona el índice generando una medida menos precisa de la calidad de las prácticas de buen gobierno.

Cada subíndice definido por Garay y González (2008) tiene diferente número de preguntas, por lo tanto, le asignan diferente ponderación a cada uno de ellos. El peso se determina considerando el número de preguntas comprendidas en el subíndice sobre el total de preguntas del cuestionario. De esta manera se tiene subíndices de: revelación con 29% (5 de 17 preguntas); composición y funcionamiento del Consejo con 29% (5 de 17 preguntas); ética y conflicto de interés con 18% (3 de 17 preguntas) y derechos de accionistas con 24% (4 de 17).

En otros casos ocurre que las ponderaciones proporcionadas a las distintas categorías o subíndices no están en base al número de preguntas. Así se puede observar en el cuestionario resumido de la CLSA, que presentan Klapper y Love (2002) que tiene: disciplina 15% (son 9 de 57 preguntas); transparencia 15% (son 10 de 57 preguntas); independencia 15% (son 8 de 57 preguntas); rendición de cuenta 15% (son 8 de 57 preguntas); responsabilidad 15% (6 de 57 preguntas); equidad 15% (10 de 57 preguntas); y conciencia social 10% (6 de 57 preguntas).

En opinión de Bhagat y Bolton (2008) las ponderaciones otorgadas a los componentes de un índice, deben ser consistentes con los pesos utilizados por los participantes del mercado con conocimiento en la evaluación de la relación entre el gobierno y el desempeño de la empresa. Por otra parte, Silveira, Leal, Carvalhal-da-Silva y Barros (2007) y Carvalhal (2012) expresan que otorgar la misma ponderación a cada pregunta (mismo puntaje) es

considerado, por otros autores, como menos cuestionable que el uso de esquemas de ponderación más complejos. Beiner et al. (2006) presentan un simple sistema de ponderación, que consideran con la ventaja de ser transparente y fácil de interpretar y será descrito cuando se haga referencia específica a ese índice.

4.3.2.1.6 Basado en código o preguntas de otra institución o autor

Algunos autores construyen el índice de gobierno siguiendo la metodología de otros. El índice (CG) calculado por Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) descrito por Gill (2001), es usado como base por Klapper y Love (2002) para realizar un estudio comparado entre distintos países. Estos autores además de usar el ranking de gobierno corporativo compilado por CLSA, determinan un índice de gobierno (GOV) utilizando seis de las siete categorías: disciplina; transparencia; independencia; rendición de cuentas; responsabilidad; y equidad. Son 51 preguntas de respuesta binaria, cada respuesta “sí” agrega un punto, se aplican a una muestra de 374 empresas distribuida en 14 países, Brasil, Chile, Hong Kong, India, Indonesia, Korea, Malasia, Pakistán, Filipinas, Singapur, Sud África, Taiwán, Tailandia y Turquía. A diferencia de otros autores ellos no descomponen el índice en subíndices. Utilizan el índice (GOV), entre otros aspectos, para analizar las determinantes del gobierno corporativo (tamaño firma, emisión de ADR, sistema legal). Concluyen que empresas de países con débil sistema legal tienen en promedio un menor ranking de gobierno; tasas de crecimiento pasadas están asociadas positivamente con buen gobierno; alta proporción de activos fijos tiene menor ranking de gobierno y aquellas con emisión de ADR tienen mayor ranking de gobierno.

El índice construido por CLSA en 2001 ha sido criticado por Black et al. (2006b), porque se basa en los puntos de vista de analistas financieros que pueden estar sesgados por el conocimiento que tienen del rendimiento de las acciones. Por otra parte, Gutiérrez y Pombo en 2007 preparan un cuestionario, basándose en el formato de la CLSA haciendo notar algunas diferencias claves, destacando que ha sido respondido por los gerentes de las compañías en vez del equipo de analistas de CLSA, además algunas preguntas fueron reformuladas o eliminadas por la nula respuesta o baja variabilidad en las mismas. También Lefort y Walker en 2005 aplican el cuestionario de la CLSA adaptándolo al mercado chileno, más adelante se revisará este índice. En el mismo año, Durnev y Kim, realizan un estudio a 27 países, relacionando las prácticas de gobierno corporativo y de divulgación de información con el sistema legal de protección a los inversionistas, utilizando los índices de

CLSA y de Standards & Poor, concluyendo que las empresas se adaptan a los sistemas legales débiles estableciendo prácticas más eficaces de gobierno corporativo.

Otros autores como Brown y Caylor (2006, 2009) utilizan como base en su estudio las disposiciones establecidas por el Institutional Shareholder Services (ISS), concluyendo que solo un conjunto de ellas tienen relación con el valor de la empresa.

El índice G construido por Gompers et al. (2003), al cual también se hace referencia más adelante, ha servido de base para que otros autores construyan el propio. Por ejemplo, es el caso de Cremers y Nair (2005) que usan el índice GIM⁶⁶ como una variable proxy de gobierno externo, considerando el índice G como una medida anti-toma de control. Además, construyen un índice alternativo (ATI)⁶⁷ basado en tres de las disposiciones anti opas: renovación escalonada del consejo; medidas disuasivas o perjudiciales para el adquirente; restricciones a votación de los accionistas para convocar a reuniones especiales o actuar a través de su consentimiento por escrito. Por cada disposición existente elimina un punto, el valor del índice es entre 0 y 3, donde un valor más bajo implica una mayor protección contra las adquisiciones. En el caso de GIM suman un punto si la empresa tiene la disposición específica, por lo tanto el valor mayor representa el menor derecho otorgado a los accionistas y mayor protección contra una OPA.

Por otro lado están los autores que han considerado en sus estudios las disposiciones que utiliza el Investor Responsibility Research Center (IRRC), por ejemplo, Kanagaretnam, Lobo y Whalen, 2007; Bebchuk et al., 2004; Gompers et al., 2003.

En otros casos utilizan como variables de gobierno a los índices construidos por otros autores, así lo hacen Bhagat y Bolton (2008) quienes usan los índices de Gompers et al. (G-Index de 2003), de Bebchuk et al. (E-Index de 2004) y de Brown y Caylor (Gov-Score de 2006).

Autores como Renders et al. (2010), Blom y Schauten (2008); Bauer, Gunster y Otten (2004) utilizan el Deminor Rating's Corporate Governance, que evalúa la calidad del gobierno corporativo de las sociedades que conforman el FTSEurofirst 300 Index.

⁶⁶ GIM es el acrónimo de Gompers, Ishii y Metrick.

⁶⁷ ATI es la sigla de Index of takeover protection.

En 2010, Martynova y Renneboog expresan las limitaciones que tiene el índice propuesto por La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1998) y construyen 3 índices que captan las características de la regulación de gobierno corporativo existente en 30 países europeos y en Estados Unidos. Construyen el índice de protección de los derechos de los accionistas; índice de protección de los accionistas minoritarios; y el índice de protección de los derechos de acreedores.

4.3.2.1.7 Variables comunes que incluyen los índices

Existen índices de revelación (Botosan, 1997) que comprenden materias referidas a la gestión de la empresa, a pronósticos de ventas, gastos y rentabilidad. En estos casos se pueden considerar índices de gobierno corporativo, ya que las buenas prácticas se reflejan en buena gestión de los recursos del negocio y aumento de la rentabilidad del mismo. Por otra parte, el fortalecimiento de los gobiernos corporativos también mejora la calidad de la información (Chen, Chung, Lee y Liao, 2007).

En 2005, Bebczuk mide un conjunto de características referidas a funcionamiento y estructura del Consejo; a revelaciones sobre los ejecutivos, consejeros, calendario de futuros eventos, indicadores financieros, informe de auditores internos, entre otras; y a los accionistas, principalmente propiedad y políticas de dividendos presentes, pasadas y futuras.

En 2005, Lefort y Walker determinan un índice simple (CGI) basado en una selección de preguntas de un cuestionario más grande, agrupándolas en cuatro categorías: revelación; funcionamiento e independencia del Consejo; derechos de los accionistas; y conflictos de interés.

En 2006, Aksu y Kosedag, a diferencia de otros autores, no lo denominan como índice de Gobierno corporativo sino como de Transparencia y revelación, agrupando 106 características en tres categorías: estructura de propiedad y relaciones de los inversionistas; transparencia financiera y revelación; estructura, procesos y gestión del directorio.

En 2006, Black et al. distinguen inicialmente cuatro subíndices: derechos de los accionistas (5 elementos); estructura del Consejo (4 elementos); funcionamiento del Consejo (26 elementos); revelación (3 elementos); y luego agregan, paridad de la propiedad⁶⁸ (variable continua con valor entre 0 y 1), las otras variables son binarias. En 2012, Black y Kim realizan cambios al índice KCGI, separando la estructura del Consejo en subíndice Independencia del Consejo y subíndice Comité del Consejo.

En 2007, Larcker, Richardson y Tuna utilizan variables referidas al Consejo; a la propiedad de los accionistas; a la propiedad de blockholders, a la propiedad mantenida por fondos de pensiones; a la deuda; a las compensaciones; a las defensas de toma de control.

En 2007, Kanagaretnam et al. determinan tres factores: independencia (número de miembros independientes en el Consejo, en el Comité de auditoría, independencia en los negocios); eficiencia (tamaño, nominación independiente, edad de jubilación); actividad (número reuniones del Consejo, del Comité de Auditoría).

En 2008, Ananchotikul define un índice que comprende aspectos referidos a: estructura y responsabilidad del Consejo; conflicto de interés; derechos de los accionistas; revelación y transparencia.

En 2008, Dey utilizando la metodología de análisis de componentes principales establece siete factores: composición del Consejo; funcionamiento del Consejo; compensación basada en acciones y bonos de los cinco principales ejecutivos de la empresa; compensación basada en acciones proporcionada a los directores; independencia del auditor; composición y funcionamiento del comité de auditoría; y control del Consejo sobre la calidad de la información financiera.

En 2010, Bebchuk y Weisbach hacen un estudio del estado de la investigación en gobierno corporativo, ellos señalan que un componente importante en el "G-index" de Gompers et al. (2003) y en el "E-index" de Bebchuk et al. (2004) es si la renovación de los miembros del Consejo es escalonada.

⁶⁸ Mide el grado en que el mayor accionista controla más votos que los derechos que posee directamente.

Luego de estos ejemplos, podemos concluir que cada índice definido comprende los aspectos más relevantes de gobierno corporativo, esto es: Consejo; ejecutivos; conflicto de interés; compensaciones a los administradores; derechos de los accionistas; calidad de la información divulgada.

4.3.2.1.8 Tipo de muestra utilizada para determinar los índices promedio

Al determinar la muestra o conjunto de empresas utilizadas en el estudio, tenemos que hay autores que excluyen aquellas que son financieras o de determinadas industrias (por ejemplo Clacher, Doriye, y Hillier, 2008; Gutiérrez y Pombo, 2007; Durnev y Kim, 2005; Padgett y Shabbir, 2005). Otros autores excluyen a las entidades financieras solamente cuando no hay suficiente información disponible (Benavides 2009; Silveira et al., 2007). Las entidades financieras suelen estar sujetas a un mayor control por reguladores que influyen en sus prácticas de divulgación de información (Rodríguez, Gallego y García, 2010; Clacher et al., 2008). En cambio otros investigadores las separan en financieras y no financieras, por ejemplo, Benavides (2012); Black et al (2006b); Bebchuk et al. (2004). Además, Bebchuk et al. (2004) excluyen a las empresas con estructura dual⁶⁹, porque el mantenimiento de derechos de votos podría afectar la importancia de las disposiciones utilizadas para determinar el índice. Las muestras corresponden a empresas de un país, o son las muestras de varios países o de regiones geográficas utilizadas en estudios comparados. De hecho, el interés de diversos investigadores por hacer estudios de la influencia que tiene un código en particular en las empresas de un país determinado, o bien en describir la existencia y el contenido de los códigos en varios países, es destacado por Aguilera y Cuervo-Cazurra (2009). En general, el tamaño es superior a 100 empresas. Para mayor información se presenta la Tabla 25, que entre otros aspectos, contiene el período estudiado y nombre del índice construido o utilizado por diferentes investigadores.

⁶⁹ En empresas con estructuras duales, hay dos clases de acciones comunes que se ofrecen, una de las cuales tiene derechos superiores de voto.

Tabla 25. Características detectadas en la construcción del índice de gobierno corporativo

Año publicación	Autor	Basado otros ⁷⁰	País	Conjunto países	Muestra <50 empresas	Muestra >50 y <100 empresas	Muestra >101 empresas	Eliminación de grupos empresas del estudio	Período estudiado	Nombre del índice
1998/ 2000	La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, y Vishny	----	----	49	----	----	mayor a 15.000	Empresas de economías socialistas o de transición ⁷¹ .	1993	Antidirector rights index
2002	Klapper y Love	CLSA	----	14	----	----	374	Bancos y firmas con índices legales no disponibles	1998	GOV
2003	Gompers, Ishii y Metrick	IRRC	EEUU	----	----	----	1.500	Empresas con dos clases de acciones comunes	1990 - 1999	Governance Index (G)
2004	Bauer, Gunster y Otten	Deminor Rating's Corporate Governance	----	15	---	---	249 (2000) 269 (2001)	No indica	2000-2001	CG
2004/ 2009	Bebchuk, Cohen y Ferrell	IRRC/ GIM	EEUU	----	----	----	1.400 a 1.800	Empresas con acciones de estructura clase dual	1990-2003	E-index
2004	Doidge, Karolyi y Stulz	Usa índice La Porta et al. 1998	----	40	----	----	4.788 (710 cotizan EEUU y 4078 no cotizan en EEUU).	Solo separa las empresas extranjeras que colocan acciones en EEUU de las que no lo hacen.	1990 - 1999	Antidirector

⁷⁰ Puede ser otro autor, una metodología, un código o una combinación de estos.

⁷¹ Una economía en transición o economía de transición es una economía que está cambiando de una economía centralmente planificada a una de libre mercado.

Continuación Tabla 25. Características detectadas en la construcción del índice de gobierno corporativo

Año publicación	Autor	Basado en otros	País	Conjunto países	Muestra <50 empresas	Muestra >50 y <100 empresas	Muestra >101 empresas	Eliminación de grupos empresas del estudio	Período estudiado	Nombre del índice
2004	Drobetz, Schillhofer y Zimmermann	Código GC alemán/ DVFA / CalPERS/ Deminor.	Alemania	---	---	91	----	Empresas que no pertenecen a los segmentos: DAX 30, MDAX, NEMAX 50, y SMAX.	2002 se asume comportamiento constante entre 1998 y 2002.	Corporate governance rating (CGR)
2004	Klapper y Love	CLSA	----	14	----	----	374	Bancos y aquellas empresas que no tienen índices legales	2000	GOV
2005	Cremers y Nair	GIM	EEUU	----	----	----	1.500	Empresas que no tienen disponible el índice de anti toma de control.	1990-2001	ATI
2005	Durnev y Kim	CLSA/ Standard & Poor's	----	27	----	----	859	Empresas financieras	2000	COR_GOV
2005	Lefort y Walker	CLSA cuestionario usado por Klapper y Love.	Chile	----	----	-----	106	No indica	2003	CGI
2005/2008	Padgett, y Shabbir	GIM Código 1998/2003	Reino Unido	----	----	----	Entre 114 y 122 por año. Total 478	Empresas financieras y de servicios y aquellas que no estén incluidas en el índice FTSE 350.	2000-2003	Index
2006	Beiner, Drobetz, Schmid y Zimmermann	KL/ Código de mejores prácticas suizo	Suiza	---	---	---	109	Empresas de inversión y aquellas sin suficiente información.	2002	CGI

Continuación Tabla 25. Características detectadas en la construcción del índice de gobierno corporativo

Año publicación	Autor	Basado otros	País	Conjunto países	Muestra <50 empresas	Muestra >50 y <100 empresas	Muestra >101 empresas	Eliminación de grupos empresas del estudio	Período estudiado	Nombre del índice
2006	Black, Jang y Kim	KSE	Corea	----	----	----	515	Solo separa Financieras y No financieras	2001	KCGI
2006	Brown y Caylor	ISS	EEUU	----	----	----	1.868	No indica	2003	GOV-Score
2006	Chong y López-de-Silanes	Comisión Nacional de Valores de México	México	----	----	----	159	No indica	2003-2004	CG Index
2007	Gutiérrez y Pombo	CLSA	Colombia	----	43	----	----	Empresas financieras	2004	CGI
2007	Langebaek y Ortiz	Recomendaciones OCDE (2004) y CAF (2005)	Colombia	---	---	57	---	No indica	2005	IGC
2007	Larcker, Richardson y Tuna, 2007	TCL	EEUU	----	----	----	2.106	No indica	2002-2003	No hay un índice único, determinan 14 factores.
2007	Pérez de Toledo	CLSA/ KL/ BC / GIM.	España	---	---	97	---	Empresas sin suficiente información, también a las que pertenecen al sector financiero e inmobiliario	2005	GOV-I

Continuación Tabla 25. Características detectadas en la construcción del índice de gobierno corporativo

Año publicación	Autor	Basado otros	País	Conjunto países	Muestra <50 empresas	Muestra >50 y <100 empresas	Muestra >101 empresas	Eliminación de grupos empresas del estudio	Período estudiado	Nombre del índice
2007	Silveira, Leal, Carvalhal-da-Silva y Barros	Leal y Carvalhal	Brasil	----	----	----	200	Empresas con información incompleta, con activos o patrimonio valor libro negativo.	1998-2000-2002-2004	CGI
2008	Bhagat y Bolton	Variables de IRRC y TLC. Indices de: GIM,BCF y BC	EEUU	----	----	----	11.736	No indica	1990-2002	Usa índices de otros autores como variables de gobierno. COGO
2008	Blom y Schauten	Deminor Rating's Corporate Governance	Europeos del FTSE Eurotop 300	17	----	77	----	Empresas que no han emitido bonos durante 2001 y aquellas con ratios negativos.	2000	
2008	Clacher, Doriye, y Hillier	Código Combinado 2003	Reino Unido	---	---	63	---	Empresas que no sean del FTSE100, además excluye las empresas financieras y del sector servicios.	2003-2005	G Index
2008.	Djankov, La Porta, López-de-Silanes, y Shleifer	LLSV	----	72	----	----	102	No indica	2003	anti-self-dealing index
2008	Garay y González	Leal y Carvalhal-da-Silva	Venezuela	----	46	---	----	No indica	2004	CGI
2009	Benavides	Código colombiano	Colombia	----	43	----	----	Empresas financieras y/o no tengan información financiera suficiente.	1997-2006	Code rating

Continuación Tabla 25. Características detectadas en la construcción del índice de gobierno corporativo

Año publicación	Autor	Basado otros	País	Conjunto países	Muestra <50 empresas	Muestra >50 y <100 empresas	Muestra >101 empresas	Eliminación de grupos empresas del estudio	Período estudiado	Nombre del índice
2010	Benavides y Mongrut	Código colombiano	Colombia	----	43	----	----	Empresas financieras y/o aquellas no tengan información financiera suficiente.	1997-2006	Code rating
2010	Pérez de Toledo	Código de mejores prácticas español	España	---	---	---	106	Empresas que no tienen suficiente información o está incompleta	2007	GOV-I
2010	Renders, Gaeremynck y Sercu	Deminor Rating's Corporate Governance; DLLS	----	14	----	----	1.199	Fondos de inversión y empresas con valor patrimonio contable negativo.	1999-2003	Govj Protctn (anti-self dealing index)
2011	Ammann, Oesch y Schmid	Governance Metrics International	---	22	---	---	6.663	No incluye Estados Unidos	2003-2007	CGI 1 (excluye ítems sin información para cálculo proporción) CGI 2 (ítems sin información son valorizados como 0) CGI 3 (componentes principales)

Continuación Tabla 25. Características detectadas en la construcción del índice de gobierno corporativo

Año publicación	Autor	Basado otros	País	Conjunto países	Muestra <50 empresas	Muestra >50 y <100 empresas	Muestra >101 empresas	Eliminación de grupos empresas del estudio	Período estudiado	Nombre del índice
2011	Bebchuk, Cohen y Wang	BCF, 2009 GIM	EEUU	----	----	----	1.400 a 2.000 Investor Responsibility Research Center (IRRC).	Empresas con dos clases de acciones comunes y fondos de inversión inmobiliario.	2000-2008	E-index G-Index
2012	Benavides	Código colombiano	Colombia	----	----	----	155	Solo separa Financieras (50) y No financieras (105)	2007-2010	Governance (Gov)
2012	Black y Kim	Black, Kim, Jang y Park	Corea	----	----	----	656 (separan las empresas por tamaño)	Bancos (14) y empresas de propiedad estatal (6).	1998-2004	KCGI, separan índice de Estructura del Consejo considerando independencia y comités.
2012	Black, Kim, Jang y Park	Korea Corporate Governance Service (KCGS)	Corea	----	----	----	665		1998-2004	KCGI separan índice de Estructura del Consejo considerando independencia y comités.

Elaboración propia

BC : Brown y Caylor
 BCF : Bebchuk, Cohen y Ferrell
 CAF : Corporación Andina de Fomento
 CLSA : Credit Lyonnais Securities Asia
 DLLS : Djankov, La Porta, López-de-Silanés y Shleifer
 GIM : Gompers, Ishii and Metrick
 IRRC : Responsibility Research Center
 ISS : Institutional Shareholder Services
 KL : Klapper y Love
 KSE : Korea Stock Exchange
 LLSV : La Porta, López-de-Silanés, Shleifer y Vishny
 OCDE : Organización para Cooperación y el Desarrollo Económico
 TCL : The Corporate Library

4.3.2.2 Algunas experiencias en construcción de índices

En el mundo, frente a la necesidad de medir la calidad de las prácticas de buen gobierno societario, muchos autores han construido índices que luego han utilizado en diferentes estudios. A continuación, solo a modo de ejemplo se describe las experiencias referidas a algunos países, que se presentan ordenados alfabéticamente.

4.3.2.2.1 Alemania

Los autores Drobetz, Schillhofer y Zimmermann (2004), construyen un índice (corporate governance rating-CGR) a partir de un conjunto de disposiciones de gobierno corporativo voluntarias, ello “basado en la creencia de que la aplicación de las estructuras de gobierno adecuadas debe entenderse por los tomadores de decisiones corporativas como una oportunidad, en lugar de una obligación”, considerando además, las prácticas del mercado internacional desde la perspectiva de un inversionista. Basado en las recomendaciones del código de gobierno corporativo alemán, unas pocas recomendaciones referidas a materias específicas de administración y supervisión del Consejo no han sido tomadas en cuenta. Previendo la baja respuesta de los encuestados ya sea porque no saben cómo contestar o por mantener la confidencialidad, los autores utilizan la información de otras entidades, es el caso de la planilla de puntuación de gobierno corporativo alemán de la DVFA (Sociedad alemana de Análisis de Inversiones y Gestión de Activos), también de los principios de CalPERS para el mercado alemán, y de la lista de verificación de gobierno corporativo de Deminor.

El conjunto de proxies fueron comprobadas a través de la Bolsa alemana (Deutsche Börse AG) y desde una perspectiva de inversionista institucional en el Credit Suisse First Boston, esto último para garantizar que reflejen la opinión general del mercado. El cuestionario fue enviado a cuatro segmentos principales del mercado en Alemania: DAX 30, MDAX, NEMAX 50, y SMAX. El cuestionario contiene 30 proxies de gobierno corporativo, dividido en cinco categorías: compromiso de gobierno corporativo; derechos de accionistas; transparencia; materias de administración y supervisión del Consejo; auditoría. A cada proxy se le otorga la misma ponderación, de esta manera no se distingue la importancia relativa individual, los autores consideran que este enfoque tiene la ventaja de la transparencia y además de la facilidad para su interpretación. El CGR tiene un rango entre 0 (peor gobierno corporativo) y 30 (mejor gobierno corporativo). La encuesta se aplicó a 253 empresas (respondieron 91), y se complementó mediante la verificación de los datos recogidos de los informes anuales

y trimestrales, estatutos de empresas, y en caso necesario de las páginas web. El período del estudio es 1998 - 2002, y dado que no se encuentra disponible la variación CGR para todos los años, los autores asumen un comportamiento constante del índice durante el período. Utilizan el índice para medir la relación entre el sistema de gobierno corporativo específico de la empresa y la tasa esperada de rentabilidad sobre el patrimonio (ROE).

4.3.2.2.2 Brasil

Los autores Leal y Carvalhal (2005) construyeron un índice de prácticas de gobierno corporativo (CGI) formulando 24 preguntas que se responden a partir de información públicamente disponible, de manera binaria asignando un punto para la respuesta positiva y cero para la negativa, concediendo el mismo peso o importancia a cada una de ellas. Los autores consideran diferentes aspectos de la estructura de gobierno corporativo de las empresas, agrupándola en cuatro dimensiones: revelación; composición y funcionamiento del directorio; conflictos éticos y de interés; derechos de los accionistas. El indicador toma un valor entre 0 y 24, el índice más alto revela mayor calidad en las prácticas de gobierno corporativo. La muestra es de aproximadamente 200 empresas financieras y no financieras que cotizan en la Bolsa de Valores de Sao Paulo (Bovespa), considerando año por medio entre 1998 y 2004. Los autores relacionan el índice y subíndices con variables referidas a apalancamiento, crecimiento, riesgo, tamaño y rentabilidad. Del análisis de los componentes del índice concluyen que las empresas brasileñas tienen mejor resultado en lo concerniente a revelación. Posteriormente Silveira et al. (2007) utilizan el índice para analizar la evolución del nivel de calidad del gobierno corporativo y las características de las empresas que adoptan voluntariamente las prácticas de buen gobierno corporativo.

En 2012, Carvalhal realiza un estudio de las empresas brasileñas, construyendo un índice de acuerdos de accionistas (SAI) con el propósito de medir a nivel de empresa el grado de protección de los inversionistas otorgado por pactos parasociales⁷². Concluye que las empresas con acuerdos de accionistas tienen una mayor valoración, y por otra parte que el grado de protección otorgado a los inversionistas por pactos parasociales está positivamente relacionado con el valor de la empresa.

⁷² Pactos parasociales son "convenios celebrados entre algunos o todos los socios de una S.A. o S.L. con el fin de completar, concretar o modificar sus relaciones internas y las relaciones legales y estatutarias que la rigen" Paz Ares (2012).

4.3.2.2.3 Chile

Los autores Lefort y Walker en 2005 construyen un índice sobre prácticas de gobierno corporativo (CG) mediante un cuestionario de 67 preguntas, respondido directamente por los directores y ejecutivos de 59 empresas, y completando la encuesta mediante el uso de información pública para 47 empresas adicionales. El cuestionario fue construido como una adaptación del cuestionario CLSA usado por Klapper y Love (2002). Cada pregunta tiene la misma ponderación. Del total de preguntas, a 55 se les asigna valor 1 cuando la respuesta está asociada a buenas prácticas y cero en caso contrario. El índice se divide en cuatro categorías: principios generales (7); ejecutivos y miembros del Consejo (26); accionistas (20) y revelación de la información (14). El índice mide la calidad de gobierno corporativo, tiene valor entre 0 y siete, un indicador alto significa mejores prácticas. Luego, los autores se abocan al cálculo de un índice (CGI) seleccionando solamente 20 preguntas, que comprenden las categorías de: revelación (6); funcionamiento e independencia del Consejo (6); derechos de los accionistas (4) y conflictos de interés (4), mediante las cuales generan los correspondientes subíndices. El índice mide el grado de cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo y tiene valor entre 0 y 1, mayor valor significa mejores prácticas.

El período estudiado es fines de 2003 a septiembre de 2004, y es utilizado para evaluar la calidad del gobierno corporativo y para relacionarlo con el aumento de valor en las empresas.

A continuación se presentan los resultados que obtuvieron con los índice CG e ICG con el propósito de tenerlos en cuenta más adelante, cuando se realice el estudio del cumplimiento de los principios y sub principios de la OCDE en las empresas chilenas.

Del análisis del índice CG tenemos que en la categoría “Principios generales” se obtiene el peor resultado (2,63 de 7), esto porque las empresas en general no tienen un código o en la misión no se da importancia explícita a las prácticas de gobierno. En la categoría “Revelación e información” se obtiene el mejor resultado (5,14 de 7), porque las entidades revelan sobre propiedad, control y transacciones entre partes relacionadas, sin embargo, hay debilidad en la oportunidad de la entrega de información y la falta de objetivos respecto

de la performance⁷³ futura de la compañía. En la categoría “Ejecutivos y Consejo” se obtiene 4,54 sobre 7, la mayor debilidad corresponde a la baja participación de consejeros independientes en los consejos y la ausencia de comités especiales, tales como: auditoría y gobierno. En la categoría “Derechos de los accionistas” el resultado (4,18 sobre 7) es afectado por la aplicación de la regla de una acción un voto, los derechos de voto de los accionistas minoritarios y la ausencia de sanciones formales aplicadas por la SVS a los consejeros y ejecutivos.

Del análisis del índice ICG se desprende que la mayor debilidad dice relación con el funcionamiento del consejo y conflictos de intereses. Los autores detectaron un nivel muy bajo de participación en los comités del Consejo. Menos del 5% de las empresas más grandes del país cuentan con un comité de gobierno corporativo y sólo el 14% tenían un comité de nominación o compensación. En sólo el 21% de las empresas el presidente de la junta es un miembro independiente. En el 70% de los consejos de las grandes empresas chilenas los miembros del Consejo también son ejecutivos o miembros del consejo de otras sociedades del mismo grupo, lo que indica un alto grado de relaciones entrelazadas y la falta de independencia de los miembros del Consejo. Por otro lado, los autores señalan que las grandes empresas chilenas registran puntuaciones relativamente buenas en materias relativas a divulgación y de los derechos de accionistas, atribuyendo esto a las normas y leyes vigentes.

4.3.2.2.4 Colombia

Benavides (2012) determina un indicador de cumplimiento de buenas prácticas de gobierno corporativo (Governance o Gov) utilizando la encuesta que cada año las empresas están obligadas a responder. Se consideran 41 recomendaciones que incluyen 4 categorías: asamblea General de Accionistas (11 preguntas); junta de directores (15 preguntas); divulgación de información (13 preguntas) y solución de controversias (2 preguntas). Una recomendación es considerada “implementada” si todas las preguntas asociadas a una determinada medida se respondieron afirmativamente; “parcialmente implementada” si al menos una, pero no todas, de las preguntas se respondieron negativamente, y “no implementada” si todas las preguntas se respondieron negativamente. Una pregunta específica puede ser excluida dependiendo de la naturaleza del emisor. Si todas las

⁷³ Entendido el término como actuación, rendimiento, desempeño.

preguntas relacionadas con una determinada medida se excluyen, esta medida también se excluye.

En total son 41 medidas, se concede un punto si todas las preguntas de una medida en particular se responde afirmativamente, se concede la mitad de un punto si la medida está parcialmente cumplida, y no se otorga punto si las preguntas son respondidas negativamente o son excluidas. La suma de puntos se divide por 41; el denominador es el número total de medidas, independientemente que para una empresa en particular, una o más medidas están excluidas. Calcula un indicador cuyo valor es entre 0 y 1, siendo 1 el nivel más alto de cumplimiento de buenas prácticas de gobierno corporativo. El índice es determinado para 155 empresas colombianas, financieras y no financieras, entre los años 2007 a 2010. El índice es utilizado por el autor como variable independiente para las regresiones que buscan los determinantes del desempeño y dividendos. Los resultados en su mayoría confirman que el buen gobierno está asociado positivamente con el desempeño (performance).

Anteriormente, en 2009, Benavides había desarrollado para 43 empresas un “code rating” que correspondía al número de respuestas afirmativas en 36 preguntas referidas a derechos de los accionistas; tratamiento equitativo de los accionistas; rol de las partes interesadas; revelación y transparencia; responsabilidades del Consejo. Se asignaba un punto por cada pregunta que el código incluye y la calificación se normaliza dividiendo por el número total de preguntas. En 2007, desarrollaron indicadores de la calidad de los gobiernos corporativos los autores Gutiérrez y Pombo; Langebaek y Ortiz.

En Colombia, desde el año 2007, se ha aplicado un código de gobierno corporativo para todas las entidades que se encuentren inscritas o que tengan valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE). En el año 2011, se ha modificado la circular sobre la adopción del Código de Mejores Prácticas Corporativas de Colombia (que pasa a denominarse Código País), a efectos de adoptar el modelo “cumplir o explicar” para revelación de prácticas de gobierno corporativo de los emisores de valores.

4.3.2.2.5 Estados Unidos

En este país, después de la promulgación de la Ley Sarbanes Oxley (2002) diversos autores han formulado medidas del buen gobierno corporativo y han estudiado el impacto de esas mediciones en el rendimiento de la empresa. Gompers et al. (2003) calculan un índice de gobierno (G) en base a 24 normas publicadas por el Investor Responsibility Research Center (IRRC), que se agrupan en 5 categorías referidas a proporcionar mayor o menor derechos a los accionistas. Los autores asignan el mismo peso a cada disposición o norma y se suma un punto a aquella que disminuye los derechos de los accionistas, es decir que aumenta el poder gerencial. El rango del índice es entre 1 y 24, y a mayor índice significa que se entrega menos derechos a los accionistas. Las categorías están referidas a: tácticas para retrasar licitadores hostiles; a los derechos de voto; a la protección de directores o ejecutivos; a otras defensas contra tomas de control; a leyes estatales. La muestra utilizada comprende 1.500 empresas en promedio, estudiadas entre los años 1990 a 1998. Los autores describen el índice como una variable proxy del equilibrio de poder entre los accionistas y los administradores. De esta forma, el índice sirve para separar las empresas, agrupándolas en el “portfolio de dictadura” y “portfolio de democracia”. En el primero se encuentran las empresas que se ubican en el decil más alto del índice y representa aquellas donde el poder de la administración es muy alto, por lo tanto, se hacen más débiles los derechos de los accionistas. En el otro portfolio se encuentran las empresas que se ubican en el decil más bajo del índice, significa que hay menor poder de los administradores y son más fuertes los derechos de los accionistas. Los autores concluyen que las empresas con derechos de los accionistas más fuertes tuvieron mayor valor de mercado, mayores beneficios, mayor crecimiento de las ventas, reducción de los costos de capital, menor cantidad de adquisiciones corporativas.

Anteriormente, en el año 1998 y en 2000, La Porta, López-de-Silanés, Shleifer y Vishny habían formulado un índice (antidirector rights index), que según indica Spamann en 2009, ha sido usado como medida de la protección del accionista en más de un centenar de trabajos. El índice fue construido a partir de seis medidas de protección al accionista minoritario (voto por poder; no bloqueo de las acciones antes de la Junta de accionistas; voto acumulativo o representación proporcional de las minorías en el Consejo de directores; mecanismo de protección a los accionistas minoritarios; porcentaje de participación social menor o igual a 10 por ciento para solicitar una Junta de accionistas; derecho de preferencia

para las nuevas emisiones de acciones). Por cada medida existente se otorga un punto, el índice toma valor entre 0 y 6, siendo el valor más alto un indicador de mayor protección al accionista. La información es obtenida de bases de datos WorldScope y de Moody's International. Los autores usan el índice para relacionar los distintos sistemas legales existentes en diferentes países (Ley Común, Ley Civil francesa, Ley Civil alemana y Ley Civil escandinava) como una forma potencialmente útil para enfocar el gobierno corporativo, señalando que empíricamente la fuerte protección a los inversores se asocia como efectivo gobierno corporativo. El mismo índice ha sido utilizado en 2004 por Doidge, Karolyi y Stulz, para probar la hipótesis que en igualdad de condiciones, la prima de valoración de las empresas extranjeras que transan sus acciones en Estados Unidos es inversamente proporcional a la calidad de la protección del inversionista que aplica a la empresa en el país de origen. Por otra parte, el mismo índice ha sido criticado por su naturaleza, ambigüedades conceptuales y errores en la codificación, así lo expresan Djankov, La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (2008), quienes revisan el índice y proponen una nueva medida de protección legal de los accionistas minoritarios contra la expropiación por parte de ejecutivos corporativos: el índice anti-self-dealing (transacciones en beneficio propio), que resulta ser considerablemente mayor en los países con Ley Común que en los países con Derecho civil francés.

4.3.2.2.6 España

En este país, López de Toledo (2010) construye un índice de gobierno corporativo (GOV-I), argumentando que tiene en cuenta otras dimensiones del gobierno, más allá de considerar solamente la estructura y concentración de propiedad. El índice se construye en base a las recomendaciones del código de mejores prácticas español, mediante un cuestionario de 25 preguntas, siendo la principal fuente de información el informe anual de gobierno corporativo proporcionado por las empresas para el año 2007, consultado a través de Internet. El cuestionario comprende cuatro dimensiones: acceso y contenido de la información (8 preguntas); estructura del consejo (10 preguntas); estructura de propiedad y control (4 preguntas); transparencia (3 preguntas). Cada pregunta se califica como 1 o 0 dependiendo si la empresa tiene normas de gobierno corporativo satisfactorias o no. Cada respuesta positiva adiciona un punto al índice, que tiene valor desde 0 a 25. La muestra está compuesta por 106 empresas, que cotizan en el mercado continuo de la Bolsa de Madrid al final de 2007 y que además tienen información financiera para los tres últimos

años fiscales. El índice es el proxy de la calidad de gobierno corporativo para estudiar el impacto que ésta tiene en el valor de la empresa.

Anteriormente, la misma autora realizó un estudio construyendo un índice denominado GOV-I, las preguntas se desarrollaron en base al cuestionario formulado por Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA), también utilizado por Klapper y Love (2004) y en las preguntas formuladas por Brown y Caylor (2006) en la construcción de su G-Score, teniendo además en consideración para las disposiciones de tomas de control el trabajo de Gompers et al. (2003). Realiza el estudio para las empresas españolas que cotizan en la Bolsa de Madrid, excluyendo aquellas que pertenecen a los sectores financieros e inmobiliarios porque están regulados por normas específicas que influyen directamente en el modelo de gobierno. La metodología de construcción del índice coincide con lo anteriormente explicado. La principal fuente de información es el Informe Anual de Gobierno Corporativo elaborado por las empresas para el año 2005. Aunque el cuestionario igual tiene 25 preguntas, no son las mismas en todas las categorías, y además en 2010 reemplaza por “transparencia” a las “prácticas progresivas” que se referían por ejemplo a la existencia de asesores, a la fecha límite de los mandatos o edad de jubilación obligatoria para los miembros del Consejo.

4.3.2.2.7 México

Los autores Chong y López de Silanes (2006) calcularon un índice de gobierno corporativo (CG), basado en el cuestionario de 55 preguntas correspondientes al Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo desarrollado por la Bolsa de Valores de ese país, que todas las empresas cotizadas presentan y está disponible en la web de esa entidad. Las preguntas se agrupan en categorías referidas a: Consejo, comités y a la Junta de accionistas. Las preguntas se distribuyen como sigue: composición del consejo (9 preguntas); funciones del consejo y estructura de los comités (5 preguntas); funcionamiento del consejo (6 preguntas); obligaciones de los miembros del consejo (7 preguntas); compensación y evaluación del comité (2 preguntas); comité de auditoría (14 preguntas); financiamiento y planificación del comité (4 preguntas); junta de accionistas (8 preguntas). A cada pregunta donde la empresa cumple con la recomendación del código, se le suma un punto. El indicador toma un valor entre 0 y 1. Calculan el indicador para 159 empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de México en 2002, como el promedio de los índices determinados para los años 2003 y 2004. El índice les permite concluir que las empresas

con mejor nivel de cumplimiento están relacionadas a mayor valor de la empresa y mayor distribución de dividendos.

4.3.2.2.8 Reino Unido

Los autores Padgett y Shabbir (2005), Shabbir y Padgett (2008), Shabbir (2008) siguiendo el espíritu del trabajo realizado en 2003 por Gompers et al. determinan un índice de no cumplimiento (Index) para las compañías del FTSE 350, excluyendo las compañías financieras y de servicios porque tienen que seguir reglamentos adicionales. Los autores argumentan que en trabajos empíricos anteriores, que se basan en la consideración de variables individuales de gobierno, se encuentra que el rendimiento de la empresa no depende de ellas, sin embargo, cuando se utilizan índices de gobierno surge una relación. Expresan que “esto sugiere que lo que importa no es la adopción de iniciativas individuales, sino el cambio de actitud que acompaña al uso de un conjunto de medidas de gobierno”. Utilizan nueve recomendaciones del Código de Gobierno Corporativo del Reino Unido versión 1998 referidas al Consejo: (i) que debe ser presidido por un miembro independiente y no ejecutivo; (ii) debe constituirse con al menos un tercio de consejeros no ejecutivos; (iii) la mayoría de los cuales deben ser independientes; (iv) el Consejo debe tener un miembro independiente de alto nivel distinto del presidente, a quien puede reemplazar; (v) debe existir un comité de remuneraciones, un comité de auditoría y un comité de nominación; (vi) los comités deberán estar dirigidos por independientes no ejecutivos; (vii) el comité de remuneraciones debe estar compuesto completamente por miembros independientes no ejecutivos; (viii) el comité de auditoría debe estar compuesto solo por miembros no ejecutivos y la mayoría deben ser independientes; (ix) el comité de nombramientos debe estar presidido por un consejero independiente no ejecutivo, que podría ser el presidente del Consejo. Se asigna el mismo peso a cada aspecto de la falta de cumplimiento con el Código. Los autores señalan que esto evita los distintos juicios de valor sobre la importancia del cumplimiento de las recomendaciones del Código. El índice se construye mediante la asignación de un punto por cada aspecto de no conformidad con la letra y el espíritu del Código. El valor del índice va de 0, que indica el máximo cumplimiento, a 12 que indica máximo incumplimiento. Utilizan en el estudio una muestra total de 478 compañías (2000=114; 2001=121; 2002=121; 2003= 122) para el período 2000-2003. Con este índice investigan si el grado de cumplimiento afecta al rendimiento, usando el retorno total del accionista encuentran que el índice está negativamente relacionado, dado que se trata de un índice de incumplimiento esto significa que a mayor valor del índice menor rendimiento.

Lo que implica que a mayor cumplimiento en las firmas los accionistas disfrutaran de mayor retorno total.

En 2008, Clacher et al. construyen un índice (G Index) basado en las principales recomendaciones del Código Combinado de la Bolsa de Londres y siguiendo el trabajo de Gompers et al. (2003) y de Cremers y Nair (2005). Utilizan la información obtenida desde varias fuentes, entre ellas la base de datos Hemscott Company Guru y los informes anuales de las compañías. El instrumento tiene 22 preguntas agrupadas en cinco categorías: estructura del Consejo (10 preguntas); revelación y auditoría (4 preguntas); estructura de la propiedad (3 preguntas); derechos de voto de los accionistas (3 preguntas); políticas de compensación (2 preguntas). A cada pregunta se otorga 1 punto cuando la empresa implementa la recomendación del Código y 0 punto cuando la empresa no lo hace o decide explicar en lugar de cumplir. El índice se calcula como el promedio del total de puntos dividido por el total de preguntas y es expresado en porcentaje, donde 0 por ciento indica nula adhesión al Código. Se le otorga la misma ponderación a cada pregunta evitando así sobre ponderar un componente específico del índice. Se descompone en cinco subíndices (Consejo; revelación; propiedad; derechos de los accionistas; compensación). Incorpora inicialmente todas las empresas del FTSE100, excluyendo luego a las empresas financieras y del sector servicios ya que tienen regulaciones distintas, adicionalmente excluye a otras usando otros criterios y de esta forma la muestra final es de 63 empresas. El período estudiado comprende los años 2003 a 2005 y utilizan el índice para establecer que mejores sistemas de gobierno corporativo se asocian con aumentos en el valor de la empresa.

4.3.2.2.9 Suiza

Los autores Beiner, Drobetz, Schmid y Zimmermann (2006) construyen el índice CGI, mediante la aplicación de un cuestionario basado en las recomendaciones de las mejores prácticas de gobierno corporativo suizo. La encuesta fue respondida por empresas suizas que cotizan en Swiss Exchange SWX y que no son empresas de inversión, y ha sido complementada con informes anuales y con páginas web. Comprende 38 preguntas/atributos referidas a elementos de gobierno corporativo que aún no son requerido legalmente, organizadas en cinco categorías: responsabilidad en gobierno corporativo (5 preguntas); derechos de los accionistas (7 preguntas); transparencia (5 preguntas); Consejo de Administración y gestión ejecutiva (15 preguntas); auditoría y presentación de informes (6). Cada pregunta debe ser respondida por los encuestados considerando una

escala de 1 a 5, es decir cada pregunta puede tener un puntaje mínimo de 1 y máximo de 5, siendo un puntaje más alto interpretado como anticipación por parte de los decisores para mejorar el sistema de gobierno corporativo. Luego se suma el puntaje obtenido para las 38 preguntas, finalmente con el resultado de todas las empresas se procede a relativizar el índice, para tener un valor entre 0 y 100. El período estudiado correspondió al año 2002 y la muestra final fue de 109 empresas. El índice se aplicó junto a otras variables, para realizar una descripción exhaustiva de las empresas suizas en materia de buen gobierno corporativo, y además responder si éste impacta positivamente en el valor de la firma.

4.3.2.2.10 Venezuela

Los autores Garay y González (2008) adaptan la metodología usada por Leal y Carvalhal-da-Silva (2005), aplicando solamente 17 de las 24 preguntas. El cuestionario ha sido respondido por los autores con información públicamente disponible. La respuesta a cada pregunta es “sí” o “no”, se suma un punto por cada respuesta positiva. El índice (CGI) es computado como la suma aritmética de los puntos recibidos por cada pregunta en el cuestionario. Los autores agrupan las preguntas en cuatro subíndice: revelación de información (5 preguntas); composición y rendimiento del directorio (5 preguntas); conflictos éticos y de interés (3 preguntas); derechos de los accionistas (4 preguntas). Cada subíndice es ponderado en base a la cantidad de preguntas que representa del total. El indicador es calculado para 46 empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas en el año 2004, y lo comparan con otros países latinoamericanos (Brasil y Chile). Además detectan que en el país se deben realizar mejoras respecto de los derechos de los accionistas, porque en la mayoría de las empresas no hay estructuras piramidales ni acuerdos entre accionistas que reduzcan la concentración de control.

Continuando con la experiencia de algunos investigadores podemos indicar que, los esfuerzos de algunas instituciones presionan a las empresas a la mejora en su gobierno corporativo. El desarrollo y uso de índices generados por el Institutional Shareholder Services (ISS), Governance Metric International (GMI) presionan a las empresas a cambiar sus prácticas de gobierno con el fin de mejorar su clasificación (Bebchuk et al., 2004). El ISS, desde el año 2010 ha desarrollado nuevos índices de riesgo de gobernabilidad (Governance Risk Indicators (GRId). En 2012, GMIRatings que tiene como predecesoras a Governance Metrics International y a Governance Library formulan dos índices basándose

en los anteriores, uno de ellos es el ESG Rating que incluye al rating de gobierno corporativo, medio ambiental, social y gobierno. Los ratings cubren más de 20.000 empresas en los EE.UU., Europa, Asia-Pacífico y los mercados emergentes.

Algunos autores realizan estudios de la calidad de gobierno corporativo, midiéndola a través de un conjunto de variables y utilizando la metodología de análisis de componentes principales, reducen éstas a una cantidad de factores que facilita el análisis, sin llegar a determinar un único índice o subíndices (por ejemplo, Dey, 2008; Kanagaretnam et al., 2007; Larcker et al., 2007). Uno de los problemas que enfrenta la construcción de índices es la alta correlación lineal entre las variables, una forma de abordar el tema es usar componentes principales (Larcker et al., 2007). Otros autores simplemente separan en categorías (Gompers et al., 2003).

Larcker et al. (2007) critican la utilización de un índice simple, resultante de la suma de un conjunto de indicadores (por ejemplo, el índice G utilizado por Gompers et al. en 2003), señalan que el uso de índices múltiples aminora el error siempre que estos midan el mismo constructo de gobierno. Es difícil generar medidas que sean válidas y confiables para medir el complejo constructo que se denomina “gobierno corporativo” (Larcker et al., 2007). En el mismo sentido, Bozec y Bozec (2012) expresan que, el uso de índices de gobierno corporativo, en lugar de usar las disposiciones específicas de gobierno para valorar la calidad del mismo, conlleva la posibilidad de errores de medición.

En esta caracterización del índice de gobierno corporativo, podemos concluir que en la construcción se utiliza principalmente información que está revelada públicamente, que los autores dividen el índice en varias categorías que a su vez definen sub categorías, facilitando la evaluación separada de las distintas dimensiones que lo componen. En general, la categoría que más preguntas o atención concentra son los deberes y el funcionamiento del consejo. El valor del índice se obtiene utilizando distintas formas de cálculo. La interpretación del valor obtenido dependerá si el índice mide buenas prácticas o incumplimiento de ellas, en el primer caso un valor alto tiene sentido positivo y en el otro, tiene una interpretación negativa. Los distintos autores utilizan índices (sean auto contruidos o contruidos por otros) para medir la calidad de las prácticas de gobierno corporativo, y para detectar si existe impacto de estas medidas en el rendimiento o en el valor de la empresa.

En este estudio se persigue demostrar la siguiente hipótesis: *La información revelada en las memorias anuales de las empresas cotizadas y por la entidad reguladora (SVS) permite determinar un índice que revele el grado de cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo en las sociedades chilenas.*

A continuación se presenta los aspectos metodológicos de la construcción del Índice de cumplimiento de gobierno corporativo (ICGC), aplicado a las sociedades chilenas cotizadas, entre los años 2001 a 2008 y también entre los años 2009 a 2012, los resultados obtenidos y las principales conclusiones.

4.3.3 Metodología

4.3.3.1 Cuestionario

A partir de las tablas formuladas en el estudio referido a la inclusión de los principios de gobierno corporativo de la OCDE en el marco legal y normativo chileno, se ha generado un cuestionario para analizar si las sociedades chilenas cumplen con los principios, sub principios y criterios esenciales que ha definido esa organización. El instrumento se diseñó considerando su aplicabilidad en cualquier otro país. Se preparó un cuestionario con 200 preguntas (Anexo 1), de las cuales 10 no son aplicables en Chile (ver Tabla 26), ya sea porque la ley chilena prohíbe expresamente la aplicación de ese criterio (por ejemplo emitir series de acciones con derecho a voto múltiple) o bien establece otra disposición (como por ejemplo la emisión de acciones que son nominativas y no al portador) o tiene una disposición diferente (como la revelación con antelación de las transacciones con partes relacionadas, que la ley chilena no incluye).

Tabla 26. "Preguntas No Aplicables en el País" y la justificación

PREGUNTAS NO APLICABLES PAIS			
Principio	Pregunta N°	Pregunta	Motivo de no aplicación
II A 1.1	2	En caso de emitir acciones al portador, la compañía mantiene un registro de las acciones emitidas	La ley establece que las acciones serán nominativas. (Ley 18.046. artículo 12).
II D 1	41	En la sociedad informan si existe derecho de voto múltiple (que una acción confiera más de un voto por acción a su titular)	No podrán establecerse series de acciones con derecho a voto múltiple (Ley 18.046, artículo 21).
II D 1	44	La sociedad informa si existen participaciones cruzadas	No se permite participación recíproca entre filiales y matriz (Ley 18046, artículo 88).
V A 3.3	89	La sociedad informa públicamente, de manera oportuna y suficiente, sobre las participaciones cruzadas	No se permite participación recíproca entre filiales y matriz (Ley 18046, artículo 88).
V A 5.1	104	La sociedad, en el caso que no se requiera aprobación de la junta de accionistas, informa a los accionistas las transacciones con partes relacionadas susceptibles de impactar el precio de las acciones, antes que la transacción sea efectuada	Los acuerdos adoptados por el directorio para aprobar una operación con una parte relacionada serán dados a conocer en la próxima junta de accionistas (artículo 147 agregado en la Ley N° 18.046).
V A 8.1	113	La sociedad utiliza un código de gobierno corporativo adoptado por la autoridad que tutela a la empresa (por ejemplo Superintendencia de Valores y de Seguros)	No existe un código impuesto por la autoridad competente
VI C 2	130	Los miembros del Consejo toman en consideración los intereses de los stakeholders y revelan públicamente que están haciendo en relación a asuntos importantes	No hay disposición legal en esta materia
VI D 2.1	142	El Consejo supervisa que las prácticas de gobierno corporativo se ajusten al código impuesto por la autoridad competente	No existe un código impuesto por la autoridad competente
VI E 1.2	177	Miembros del Consejo que no son ejecutivos de la sociedad, capaces de ejercer juicio independiente nombran a los miembros del Consejo	El Consejo es elegido por la junta de accionistas (Ley N° 18.046, artículo 31).
VI E 1.2	179	Miembros del Consejo que no son ejecutivos de la sociedad, capaces de ejercer juicio independiente establecen la remuneración del Consejo	La cuantía de las remuneraciones de los miembros del Consejo será fijada anualmente por la junta ordinaria de accionistas. (Ley N° 18.046, artículo 33).

Se presentan 12 preguntas que no son aplicables a todas las empresas, tal es el caso de aquellas relacionadas a la realización de OPA's, a la participación de inversionistas institucionales, a la existencia de un código de gobierno corporativo propio (Ver Tabla 27).

Tabla 27. Preguntas del cuestionario consideradas " Preguntas No Aplicables Empresa"

PREGUNTAS APLICABLES SOLO A ALGUNAS EMPRESAS		
Principio	Pregunta N°	Pregunta
Toma de control societario		
II E.1.1	53	La sociedad divulga oportunamente a los accionistas la adquisición sustancial de acciones
II E 1.3	54	La sociedad oferente de la toma de control (OPAs) informa a sus accionistas de los planes de la transacción
II E 1.3	55	La sociedad oferente de la toma de control (OPAs) informa a sus accionistas del financiamiento de la transacción
II E 1.3	56	La sociedad oferente de la toma de control informa además a los accionistas de la sociedad afectada
II E 1.3	57	La sociedad proporciona la información en cantidad suficiente para que los accionistas tomen una decisión informada
II E 1.3	58	La sociedad proporciona la información con tiempo suficiente para que los accionistas tomen una decisión informada
Ejercicio de los derechos de propiedad por parte de los inversionistas institucionales		
II F 1	59	Si la sociedad es inversionista institucional (por ejemplo AFP), revela las políticas de gobierno corporativo relativo a las inversiones
II F 1.3	60	Si la sociedad es inversionista institucional, revela las políticas de votación y procedimientos para ejercer el derecho de voto que representa
II F 2.1	61	Si la sociedad es inversionista institucional, revela la política para abordar los conflictos de intereses que puedan afectar las decisiones de votación.
Estructuras y políticas de gobierno corporativo (implantación, contenido del código de gobierno corporativo)		
V A 8.1	111	La sociedad describe en el informe de gobierno corporativo la composición del Consejo
V A 8.1	112	La sociedad describe en el informe de gobierno corporativo el funcionamiento del Consejo
V A 8.1	115	La sociedad describe en el informe de gobierno corporativo como lleva a cabo las prácticas incorporadas en el código que utiliza

Las preguntas del cuestionario se han separado por principio, subprincipio y criterio esencial. No se incluye aquellas referidas a la coherencia del sistema de gobierno corporativo con el régimen legal, a la división de las responsabilidades entre las autoridades competentes en materia de supervisión, de regulación y ejecución de las normas y leyes, correspondientes al principio I que ha sido analizado en el estudio "Incorporación de los Principios de gobierno corporativo de la OCDE en el marco legal y normativo chileno". Se consideran las 178 preguntas que son aplicables a todas las empresas, que se dividen como se presenta en la Tabla 28.

Tabla 28. Cantidad de preguntas aplicables por cada Principio

Principios	Materia	Cantidad preguntas aplicables	w _i (%)
Principio II	Protección y ejercicio derechos accionistas	49	27,53
Principio III	Trato equitativo accionistas	13	7,30
Principio IV	Rol stakeholders	4	2,25
Principio V	Transparencia y divulgación información	42	23,59
Principio VI	Responsabilidades del Consejo	70	39,33
Total		178	100

De esta manera se otorga distinto peso o ponderación a cada principio, el mayor peso lo tiene el principio VI Responsabilidades del Consejo. El cuestionario ha sido respondido utilizando la información que publican las empresas en la cuenta anual y en su sitio web, también con la información publicada por la Superintendencia de Valores y de Seguros y por la Bolsa de Comercio de Santiago.

4.3.3.2 Aplicación del cuestionario

El cuestionario se aplicó a una muestra de 55 empresas⁷⁴, que presentaron al menos una cotización en la última quincena de diciembre de cada año del período 2001-2008. El período ha sido establecido considerando que en el año 2009, hubo empresas que debieron adoptar las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y por lo tanto los estudios en que se usen los datos contables no serían homogéneos ni comparables. Por otra parte, el inicio del período en 2001 ha sido teniendo en cuenta que en el año 2000 ha sido emitida la ley de OPAS⁷⁵.

Los criterios utilizados para responder a cada pregunta son: 1 cuando se observa cumplimiento, 0 cuando no se observa cumplimiento y SI cuando no hay información. Frente a la limitación para obtener información se agregó la alternativa “Sin información”, ya que no es lo mismo asignar como puntuación 0 por falta de cumplimiento que hacerlo porque no hay información.

⁷⁴ La muestra corresponde aproximadamente al 23% del total de empresas que cotizaban en la Bolsa de Comercio de Santiago al mes de noviembre de 2011, excluidas las empresas financieras, dado que éstas son empresas reguladas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).

⁷⁵ Ley N° 19.705 Regula Oferta Pública de Adquisición de Acciones; régimen de gobiernos corporativos, año 2000.

4.3.3.3 Construcción de los índices

A partir de las respuestas obtenidas del cuestionario se calculó un subíndice⁷⁶ para cada principio (Pp_i), desde el II al VI. El subíndice por cada año es obtenido dividiendo el número de respuestas afirmativas por el total de ítems que comprende el principio, teniendo en cuenta el número de preguntas aplicables señaladas en la Tabla 28. La determinación del subíndice se puede expresar matemáticamente como sigue:

$$Pp_i = \frac{X_i}{n_i}$$

donde X_i : Número de respuestas afirmativas en el principio i .

n_i : Número de preguntas aplicables en el principio i .

$i = 2, 3, \dots, 6$

Cada subíndice tiene un valor entre 0 y 1, siendo una variable continua.

El Índice de cumplimiento de gobierno corporativo (ICGC) para cada empresa, fue determinado como la suma de cada subíndice (Pp_i) ponderado por el porcentaje respectivo (w_i) que se muestra en la Tabla 28. Es importante asignar una ponderación a cada subíndice, ya que la relevancia de cada uno de ellos es diferente, siendo el más significativo el principio VI con más de 39% del total de preguntas aplicables, le siguen en importancia el principio II (más del 27%) y el principio V (más del 23%). La determinación del índice general ponderado se puede expresar matemáticamente como sigue:

$$ICGC = \sum_{i=2}^6 Pp_i \cdot w_i$$

El índice ICGC obtenido fluctúa entre un mínimo de 0 y un máximo de 1, siendo una variable continua.

4.3.3.4 Características de las empresas estudiadas

El estudio ha incluido a todas las empresas de la muestra a través del período 2001- 2008. El análisis se ha efectuado considerando los subíndices de los principios II al VI y el Índice de cumplimiento de gobierno corporativo (ICGC). Para profundizar la revisión del

⁷⁶ El autor considera que mide el mismo constructo de gobierno (considerando lo indicado por Larcker et al. 2007).

cumplimiento se ha incorporado tres características de las empresas: (a) Pertenencia al IPSA⁷⁷, separando en dos grupos según sea que la empresa pertenece o no pertenece al índice de la Bolsa de Comercio de Santiago; (b) Tamaño medido como Ln del total de activo, separando las empresas en dos grupos: “mayor tamaño” cuando Ln activo es mayor a la mediana de las empresas de la muestra y “menor tamaño” cuando Ln de activo es menor o igual a la mediana, y (c) Porcentaje de propiedad del accionista principal, separando las empresas en dos grupos: “mayor participación del principal accionista” cuando la propiedad del accionista principal es mayor a la mediana de las empresas de la muestra y “menor participación del principal accionista” cuando la propiedad del accionista principal es menor o igual a la mediana; (d) ADR, separando las empresas que emiten estos instrumentos de aquellas que no lo hacen (Tabla 29).

Tabla 29. Caracterización de la muestra

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nº empresas en el IPSA	24	24	25	27	26	26	21	24
Nº empresas con ADR	12	13	11	12	13	13	13	13
Mediana Ln(Activo Total)	19,62	19,65	19,60	19,51	19,58	19,65	19,75	19,89
Mediana % Principal Accionista	43,70	44,19	45,13	44,90	45,42	45,45	45,42	45,45

La razón de trabajar en cada año, es evitar la auto correlación que existe en los valores del índice de cada empresa de un año respecto a los anteriores.

El análisis se realiza de manera global, también año a año para poder observar cual es la tendencia en el cumplimiento de los principios de gobierno corporativo de la OCDE.

4.3.4 Resultados

4.3.4.1 Resultados y análisis global

En la Tabla 30 y en el gráfico 1 se puede observar que el mayor cumplimiento se presenta en los principios II Protección y ejercicio de los derechos de los accionistas (Pp₂) y V Transparencia y divulgación de información (Pp₅). Aspectos que están comprendidos en el marco legal y normativo, por lo tanto es comprensible que tenga mejor cumplimiento ya que es obligatorio. El Principio IV Rol de las diferentes partes interesadas en el gobierno de la

⁷⁷ IPSA Índice de Precios Selectivo de Acciones, es la selección de las 40 sociedades con mayores montos transados en la Bolsa de Comercio de Santiago ponderados trimestralmente y cuya capitalización bursátil supere los USD 200.000.000 (para efecto de conversión de moneda, se considera el valor del Dólar Observado el día de revisión de la cartera) Así, el respectivo monto transado ponderado anual (MTPA) se calcula de acuerdo a la siguiente fórmula:

$MTPA=0,45*MT4+0,30*MT3+0,15*MT2+0,10*MT1$. Obtenido en <http://www.bolsadesantiago.com/Lists/FAQ/DispForm.aspx?ID=13>

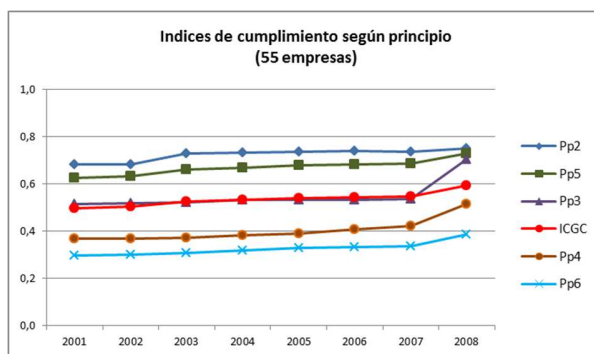
empresa (Pp4) y el Principio VI Responsabilidades del Consejo (Pp6) se cumplen por debajo del ICGC. En general, todos los principios presentan un aumento de cumplimiento del año 2007 a 2008, y esto resulta coincidente con el hecho que en agosto de 2007, se presenta el proyecto de ley⁷⁸ que introduce perfeccionamiento a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas (Ministerio de Hacienda de Chile, 2007). En el proyecto de ley se abordaba básicamente mejoramientos referidos a: divulgación de información al mercado (Principio V La transparencia y la divulgación de información); uso de información privilegiada (Principio III. Trato equitativo de los accionistas); directores independientes (Principio VI. Responsabilidades del directorio); comité de directores (Principio VI. Responsabilidades del directorio); operaciones con partes relacionadas y conflictos de interés (Principio V. La transparencia y la divulgación de información); funcionamiento de la junta de accionistas (Principio II. Los derechos de los accionistas y las funciones claves en el ámbito de la propiedad); voto de accionistas (Principio II. Los derechos de los accionistas y las funciones claves en el ámbito de la propiedad); auditoría externa (Principio V. La transparencia y la divulgación de información); perfeccionamiento a las OPAS (Principio II. Los derechos de los accionistas y las funciones claves en el ámbito de la propiedad).

Tabla 30. Índices cumplimiento general todas las empresas por año

	Pp2	Pp3	Pp4	Pp5	Pp6	ICGC
2001	0,6813	0,5147	0,3682	0,6244	0,2971	0,4976
2002	0,6828	0,5175	0,3682	0,6343	0,3023	0,5026
2003	0,7284	0,5217	0,3727	0,6620	0,3094	0,5250
2004	0,7320	0,5315	0,3818	0,6693	0,3169	0,5316
2005	0,7367	0,5315	0,3909	0,6793	0,3299	0,5409
2006	0,7381	0,5315	0,4091	0,6815	0,3327	0,5429
2007	0,7378	0,5371	0,4227	0,6871	0,3356	0,5460
2008	0,7518	0,7049	0,5136	0,7301	0,3870	0,5946
Prom.Gral.	0,7236	0,5488	0,4034	0,6710	0,3264	0,5351

⁷⁸ "Modifica normas de la ley sobre sociedades anónimas y de mercado de valores, perfeccionando los preceptos que regulan los gobiernos corporativos de las empresas". En octubre de 2009 se publica la Ley N° 20.382 Introduce perfeccionamiento a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas.

Gráfico 1. Índices cumplimiento general todas las empresas por año



4.3.4.1.1 Resultados y análisis por característica de la empresa

A continuación se presenta el análisis considerando los distintos criterios seleccionados.

4.3.4.1.1.1 Pertenencia al IPSA.

Se analiza el grado de cumplimiento que tienen las empresas, según pertenezcan o no al IPSA. Las empresas de la muestra que pertenecen al IPSA son entre 21 y 27.

En la Tabla 31 se puede observar que en las “empresas que pertenecen al IPSA” el índice de cumplimiento de gobierno corporativo (ICGC) tiende a aumentar entre los años 2001 al 2005, lo que no ocurre en los años 2006 y 2007, sin embargo aumenta significativamente en el año 2008, especialmente en el cumplimiento de los Principios III, IV y VI. El cumplimiento es más alto para los Principios II y V. El cumplimiento del principio III se mantiene cercano al ICGC, excepto en el año 2008 que presenta un significativo aumento por sobre éste. El cumplimiento del Principio IV crece desde el año 2005⁷⁹, presentando un aumento significativo en el año 2008. El cumplimiento del Principio VI es el menor de todos a lo largo del período estudiado, porque se revela poca información al mercado.

⁷⁹ En 2004 la OCDE publica “Principles of Corporate Governance”, entre los principios se distingue el rol de los stakeholders (partes interesadas) y además, publica un documento dirigido especialmente a América Latina, White Paper sobre Gobiernos Corporativos en América Latina. La tercera Mesa Redonda Latinoamericana sobre gobiernos corporativos se realizó en Chile en el año 2003.

Tabla 31. Índices de cumplimiento de empresas que pertenecen al IPSA

	Pp2	Pp3	Pp4	Pp5	Pp6	ICGC
2001	0,6905	0,5288	0,4063	0,6432	0,3071	0,5105
2002	0,7024	0,5481	0,4167	0,6599	0,3417	0,5329
2003	0,7486	0,5446	0,4200	0,6830	0,3451	0,5522
2004	0,7438	0,5556	0,4074	0,6843	0,3550	0,5556
2005	0,7514	0,5503	0,4327	0,7020	0,3643	0,5661
2006	0,7512	0,5473	0,4519	0,6974	0,3588	0,5628
2007	0,7502	0,5568	0,4643	0,6934	0,3537	0,5606
2008	0,7813	0,7372	0,6354	0,7571	0,4643	0,6448
Prom.Gral.	0,7401	0,5705	0,4530	0,6901	0,3612	0,5607

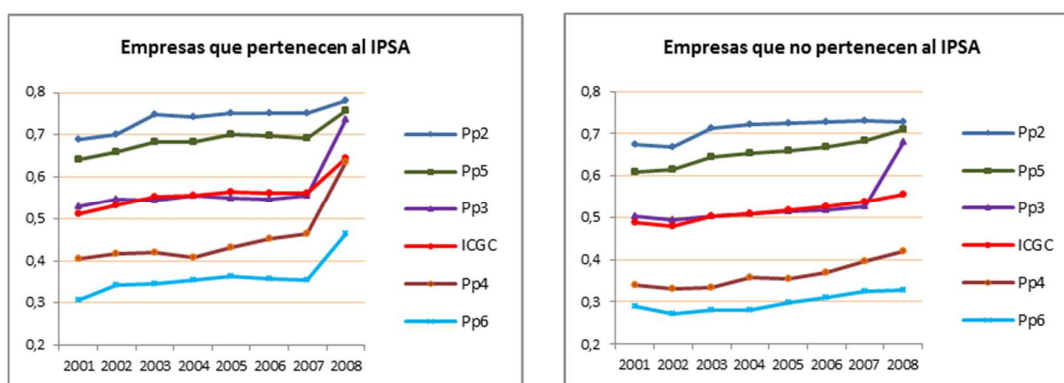
Comparando lo anterior con la Tabla 32 se puede observar que en las “empresas que No pertenecen al IPSA”, el Índice de cumplimiento de gobierno corporativo (ICGC) es menor a lo largo de todo el período estudiado. Lo mismo ocurre en cada Principio. El cumplimiento de los principios IV y VI tiende a aumentar menos que en el caso de las empresas que pertenecen al IPSA.

Tabla 32. Índices de cumplimiento de empresas que no pertenecen al IPSA

	Pp2	Pp3	Pp4	Pp5	Pp6	ICGC
2001	0,6743	0,5037	0,3387	0,6098	0,2894	0,4876
2002	0,6677	0,4938	0,3306	0,6144	0,2719	0,4791
2003	0,7116	0,5026	0,3333	0,6444	0,2795	0,5022
2004	0,7207	0,5082	0,3571	0,6548	0,2801	0,5084
2005	0,7235	0,5146	0,3534	0,6591	0,2990	0,5182
2006	0,7264	0,5172	0,3707	0,6673	0,3094	0,5252
2007	0,7301	0,5249	0,3971	0,6833	0,3244	0,5370
2008	0,7290	0,6799	0,4194	0,7092	0,3272	0,5557
Prom.Gral.	0,7103	0,5312	0,3632	0,6556	0,2981	0,5145

En el gráfico 2 se presentan graficas comparadas de la Tabla 31y la Tabla 32.

Gráfico 2. Comparativo empresas pertenecientes a IPSA y no IPSA



4.3.4.1.1.2 Tamaño de la empresa.

Para las empresas de “mayor tamaño” se puede observar en la Tabla 33 que presentan un incremento significativo en el año 2008 para el cumplimiento de los Principios III, IV y VI.

Tabla 33. Índices cumplimiento empresas tamaño > mediana In Total Activo

	Pp2	Pp3	Pp4	Pp5	Pp6	ICGC
2001	0,7014	0,5356	0,4074	0,6361	0,3079	0,5126
2002	0,7037	0,5413	0,4074	0,6483	0,3164	0,5199
2003	0,7527	0,5385	0,4200	0,6830	0,3354	0,5491
2004	0,7500	0,5481	0,4167	0,6895	0,3452	0,5544
2005	0,7577	0,5513	0,4479	0,7076	0,3720	0,5724
2006	0,7574	0,5470	0,4630	0,7004	0,3646	0,5677
2007	0,7531	0,5608	0,4758	0,7038	0,3622	0,5676
2008	0,7700	0,7308	0,6029	0,7490	0,4403	0,6291
Prom.Gral.	0,7439	0,5750	0,4612	0,6917	0,3584	0,5615

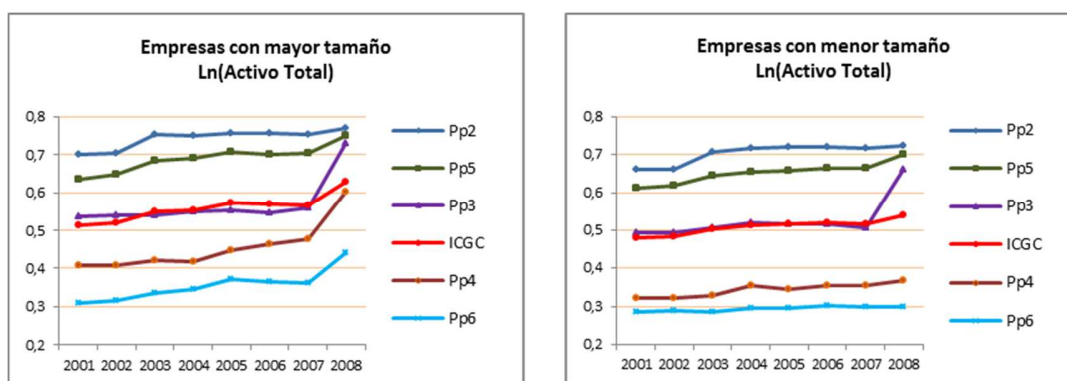
Por el contrario, como se puede observar en la Tabla 34, las empresas de “menor tamaño” en el año no presentan mayores variaciones en el cumplimiento del Principio IV y VI. Solamente varía de manera importante el cumplimiento del Principio III.

Tabla 34. Índices cumplimiento empresas tamaño < ó = mediana In Total Activo

	Pp2	Pp3	Pp4	Pp5	Pp6	ICGC
2001	0,6600	0,4929	0,3241	0,6111	0,2868	0,4819
2002	0,6608	0,4929	0,3241	0,6190	0,2889	0,4848
2003	0,7066	0,5066	0,3276	0,6437	0,2877	0,5041
2004	0,7181	0,5186	0,3548	0,6536	0,2949	0,5140
2005	0,7204	0,5161	0,3468	0,6575	0,2972	0,5164
2006	0,7195	0,5165	0,3571	0,6633	0,3020	0,5191
2007	0,7180	0,5064	0,3542	0,6657	0,3012	0,5180
2008	0,7224	0,6630	0,3690	0,6995	0,3007	0,5388
Prom.Gral.	0,7032	0,5226	0,3440	0,6503	0,2947	0,5089

En el gráfico 3 se presentan graficas comparadas de la Tabla 33 y la Tabla 34.

Gráfico 3. Comparativo empresas de mayor y menor tamaño



4.3.4.1.1.3 Porcentaje de propiedad del accionista principal

Para las empresas categorizadas como “mayor participación del principal accionista” en la Tabla 35 se puede observar, que el Índice de cumplimiento de gobierno corporativo es menor en todos los años al promedio general de todas las empresas (ver Tabla 30). Los Principios II y V presentan mayor cumplimiento, por el contrario los Principios IV y VI tienen el índice más bajo.

Tabla 35. Índices cumplimiento empresas propiedad accionista principal tamaño > mediana

	Pp2	Pp3	Pp4	Pp5	Pp6	ICGC
2001	0,6786	0,4954	0,3400	0,6126	0,2634	0,4787
2002	0,6835	0,5014	0,3426	0,6209	0,2751	0,4872
2003	0,7189	0,5027	0,3393	0,6386	0,2735	0,5004
2004	0,7213	0,5128	0,3426	0,6463	0,2825	0,5073
2005	0,7236	0,5066	0,3534	0,6542	0,2823	0,5100
2006	0,7185	0,5051	0,3750	0,6562	0,2905	0,5122
2007	0,7173	0,5066	0,3966	0,6608	0,2882	0,5126
2008	0,7306	0,6758	0,4375	0,7002	0,3245	0,5531
Prom.Gral.	0,7122	0,5260	0,3666	0,6495	0,2854	0,5082

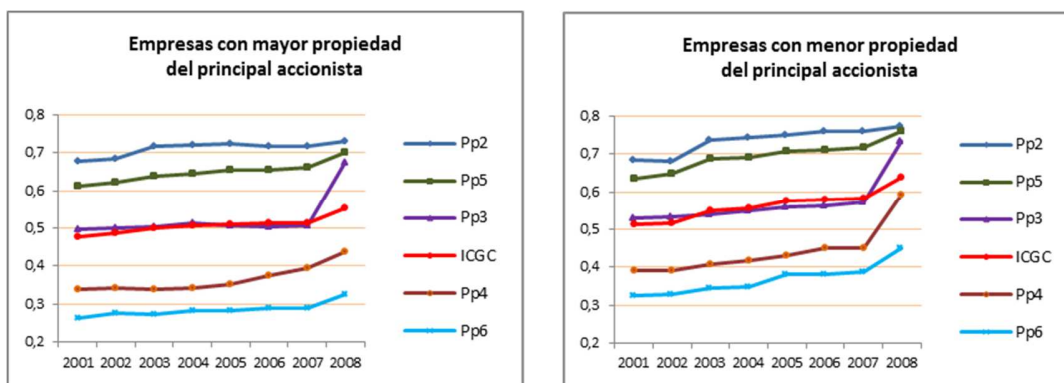
Si comparamos con las empresas categorizadas “menor participación del principal accionista” (Tabla 36), se puede observar que en este caso, el cumplimiento en todos los Principios es superior cuando la concentración de propiedad es más baja.

Tabla 36. Índices cumplimiento empresas propiedad accionista principal tamaño < ó = mediana

	Pp2	Pp3	Pp4	Pp5	Pp6	ICGC
2001	0,6837	0,5308	0,3917	0,6342	0,3252	0,5133
2002	0,6822	0,5330	0,3929	0,6472	0,3286	0,5175
2003	0,7383	0,5413	0,4074	0,6862	0,3466	0,5504
2004	0,7424	0,5495	0,4196	0,6914	0,3500	0,5550
2005	0,7512	0,5592	0,4327	0,7074	0,3830	0,5753
2006	0,7616	0,5631	0,4500	0,7119	0,3834	0,5798
2007	0,7606	0,5710	0,4519	0,7165	0,3885	0,5832
2008	0,7738	0,7350	0,5926	0,7611	0,4519	0,6376
Prom.Gral.	0,7354	0,5721	0,4412	0,6931	0,3685	0,5628

En el gráfico 4 se presentan gráficas comparadas de la Tabla 35 y la Tabla 36.

Gráfico 4. Comparativo empresas mayor y menor propiedad accionista principal



4.3.4.1.4 Emisión de ADR

Para las empresas “con ADR” se puede observar en la Tabla 37 que el cumplimiento del Principio IV se mantiene bajo el ICGC entre los años 2001 al 2007, aumentando significativamente en 2008. En cambio el cumplimiento del Principio VI se mantiene bajo el ICGC, aun cuando también tiene un aumento significativo en el año 2008. El cumplimiento del Principio III también aumenta en 2008.

Tabla 37. Índices cumplimiento empresas con emisión de ADR

	Pp2	Pp3	Pp4	Pp5	Pp6	ICGC
2001	0,7160	0,5641	0,4583	0,6455	0,3405	0,5350
2002	0,7111	0,5680	0,4423	0,6505	0,3429	0,5357
2003	0,7570	0,5734	0,4318	0,6864	0,3649	0,5656
2004	0,7551	0,6026	0,4583	0,6885	0,3667	0,5690
2005	0,7614	0,5976	0,5000	0,7075	0,3857	0,5835
2006	0,7677	0,6036	0,5385	0,7075	0,3890	0,5879
2007	0,7739	0,6272	0,5769	0,7203	0,4132	0,6047
2008	0,7940	0,7633	0,8077	0,7702	0,5341	0,6850
Prom.Gral.	0,7548	0,6138	0,5300	0,6979	0,3934	0,5843

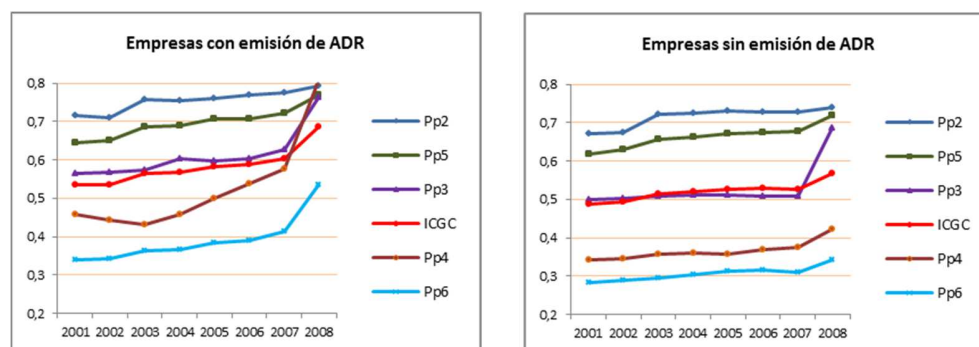
Para las empresas “sin ADR” se puede observar en la Tabla 38 que el cumplimiento del Principio IV se mantiene siempre bajo el ICGC y es menor que en el caso de las empresas “con ADR”. Lo mismo ocurre con el cumplimiento del Principio VI. Se debe destacar que, en general, todos los indicadores de cumplimiento de gobierno corporativo son más bajos que en las empresas “con ADR”.

Tabla 38. Índices cumplimiento empresas sin emisión de ADR

	Pp2	Pp3	Pp4	Pp5	Pp6	ICGC
2001	0,6717	0,5009	0,3430	0,6185	0,2850	0,4872
2002	0,6741	0,5018	0,3452	0,6293	0,2898	0,4923
2003	0,7213	0,5087	0,3580	0,6558	0,2955	0,5148
2004	0,7256	0,5116	0,3605	0,6639	0,3030	0,5212
2005	0,7290	0,5110	0,3571	0,6706	0,3126	0,5277
2006	0,7289	0,5092	0,3690	0,6735	0,3153	0,5290
2007	0,7266	0,5092	0,3750	0,6769	0,3116	0,5278
2008	0,7388	0,6868	0,4226	0,7177	0,3415	0,5666
Prom.Gral.	0,7144	0,5296	0,3662	0,6631	0,3066	0,5207

En el gráfico 5 se presentan graficas comparadas de la Tabla 37 y la Tabla 38.

Gráfico 5. Comparativo empresas con y sin emisión ADR



Se realizó el análisis de medias del ICGC, entre los años 2001 a 2008, para el total de las empresas de la muestra. El test de comparación de medias, muestras pareadas o dependientes, permite obtener una precisión respecto al real aumento o disminución del índice en cada empresa, de un año respecto al año inmediatamente anterior. En este caso, podemos determinar según se observa en la Tabla 39 que los indicadores varían anualmente, por lo tanto se justifica hacer una revisión de este comportamiento

Tabla 39. Test de comparación de medias de ICGC entre años

	2002-2001	2003-2002	2004-2003	2005-2004	2006-2005	2007-2006	2008-2007
Dif.promedio	0,0050	0,0224	0,0066	0,0093	0,0021	0,0030	0,0486
Desv.Estándar	0,0122	0,0176	0,0176	0,0218	0,0066	0,0089	0,0410
n	55	55	55	55	55	55	55
Valor-p(*)	0,00355511	5,7633E-13	0,00719143	0,0026198	0,02361189	0,01361844	5,324E-12

(*) significativo al nivel del 5%

4.3.4.2 Resultados y análisis por año

A continuación se presenta una síntesis de las estadísticas de los subíndices e ICGC en cada año.

4.3.4.2.1 Año 2001:

En la Tabla 40 se puede observar que, el menor cumplimiento corresponde al Principio VI y al principio IV, con índices promedios inferiores a 0,26. En la muestra hay empresas con índices (subíndices o ICGC) menores a 0,48, incluso en los principios en que hay obligación de cumplimiento y revelación de información. El ICGC promedio es levemente inferior a 0,5.

Tabla 40. Cumplimiento medio general por principio en el año 2001

2001	Máximo	Mínimo	Promedio general
Pp2	0,8163	0,4694	0,6813
Pp3	0,7692	0,3846	0,5147
Pp4	0,7500	0,2500	0,3682
Pp5	0,7381	0,4048	0,6244
Pp6	0,6286	0,1143	0,2971
ICGC	0,6348	0,3539	0,4976

4.3.4.2.2 Año 2002:

En la Tabla 41 se puede observar que, el menor cumplimiento corresponde al Principio VI y al principio IV, con índices promedios inferiores a 0,38. En la muestra hay empresas con índices (subíndices o ICGC) menores a 0,48, incluso en los principios en que hay obligación

de cumplimiento y revelación de información. El valor máximo del índice de cumplimiento del Principio VI es cercano a 0,63. El ICGC promedio es levemente superior a 0,5.

Tabla 41. Cumplimiento medio general por principio en el año 2002

2002	Máximo	Mínimo	Promedio general
Pp2	0,8163	0,4694	0,6828
Pp3	0,7692	0,3846	0,5175
Pp4	0,7500	0,2500	0,3682
Pp5	0,7381	0,4048	0,6343
Pp6	0,6286	0,1143	0,3023
ICGC	0,6348	0,3652	0,5026

4.3.4.2.3 Año 2003:

En la Tabla 42 se puede observar que el menor cumplimiento corresponde al Principio VI y al principio IV, con índices promedios inferiores a 0,38. En la muestra, el índice mínimo alcanzado en el cumplimiento del Principio II es cercano a 0,51 y en el caso de los otros Principios se observan índices de cumplimiento menores a 0,43. El índice máximo en el cumplimiento del Principio VI es 0,70. El ICGC promedio es superior a 0,52.

Tabla 42. Cumplimiento medio general por principio en el año 2003

2003	Máximo	Mínimo	Promedio general
Pp2	0,8571	0,5102	0,7284
Pp3	0,7692	0,3846	0,5217
Pp4	1,0000	0,2500	0,3727
Pp5	0,8333	0,4286	0,6620
Pp6	0,7000	0,1143	0,3094
ICGC	0,7135	0,3820	0,5250

4.3.4.2.4 Año 2004:

En la Tabla 43 se puede observar que, el menor cumplimiento corresponde al Principio VI y al principio IV, con índices promedios inferiores a 0,39. En la muestra, el índice mínimo alcanzado en el cumplimiento del Principio II es superior a 0,53 y en el caso de los otros Principios se observan índices de cumplimiento menores a 0,47. El valor máximo del índice de cumplimiento del Principio VI es 0,70. El ICGC promedio es superior a 0,53.

Tabla 43. Cumplimiento medio general por principio en el año 2004

2004	Máximo	Mínimo	Promedio general
Pp2	0,8571	0,5306	0,7320
Pp3	0,8462	0,4615	0,5315
Pp4	0,7500	0,2500	0,3818
Pp5	0,8333	0,4286	0,6693
Pp6	0,7000	0,1143	0,3169
ICGC	0,7135	0,3820	0,5316

4.3.4.2.5 Año 2005:

En la Tabla 44 se puede observar que, el menor cumplimiento corresponde al Principio VI y al principio IV, con índices promedios inferiores a 0,40. En la muestra, el índice mínimo alcanzado en el cumplimiento del Principio II y del Principio V es igual o superior a 0,50 y en el caso de los otros Principios se observan índices de cumplimiento menores a 0,47. El valor máximo del índice de cumplimiento del Principio VI es mayor a 0,74. El ICGC promedio es mayor a 0,54.

Tabla 44. Cumplimiento medio general por principio en el año 2005

2005	Máximo	Mínimo	Promedio general
Pp2	0,8571	0,5306	0,7367
Pp3	0,8462	0,4615	0,5315
Pp4	0,7500	0,2500	0,3909
Pp5	0,8333	0,5000	0,6793
Pp6	0,7429	0,1714	0,3299
ICGC	0,7403	0,4045	0,5409

4.3.4.2.6 Año 2006:

En la Tabla 45 se puede observar que, el menor cumplimiento corresponde al Principio VI y al principio IV, con índices promedios inferiores a 0,41. En la muestra, el índice mínimo alcanzado en el cumplimiento del Principio II y del Principio V es superior a 0,53 y en el caso de los otros Principios se observan índices de cumplimiento menores a 0,47. El valor máximo del índice de cumplimiento del Principio VI es mayor a 0,74. El ICGC promedio es superior a 0,54.

Tabla 45. Cumplimiento medio general por principio en el año 2006

2006	Máximo	Mínimo	Promedio general
Pp2	0,8571	0,5306	0,7381
Pp3	0,8462	0,4615	0,5315
Pp4	0,7500	0,2500	0,4091
Pp5	0,8333	0,5476	0,6815
Pp6	0,7429	0,1714	0,3327
ICGC	0,7403	0,4213	0,5429

4.3.4.2.7 Año 2007:

En la Tabla 46 se puede observar que, el menor cumplimiento corresponde al Principio VI y al principio IV, con índices promedios inferiores a 0,43. En la muestra, el índice mínimo alcanzado en el cumplimiento del Principio II y del Principio V es superior a 0,53 y en el caso de los otros Principios se observan índices de cumplimiento menores a 0,47. El valor máximo del índice de cumplimiento del Principio VI es superior a 0,74. El ICGC promedio es superior a 0,54.

Tabla 46. Cumplimiento medio general por principio en el año 2007

2007	Máximo	Mínimo	Promedio general
Pp2	0,8571	0,5306	0,7378
Pp3	0,8462	0,4615	0,5371
Pp4	0,7500	0,2500	0,4227
Pp5	0,8571	0,5476	0,6871
Pp6	0,7429	0,1714	0,3356
ICGC	0,7697	0,4213	0,5460

4.3.4.2.8 Año 2008:

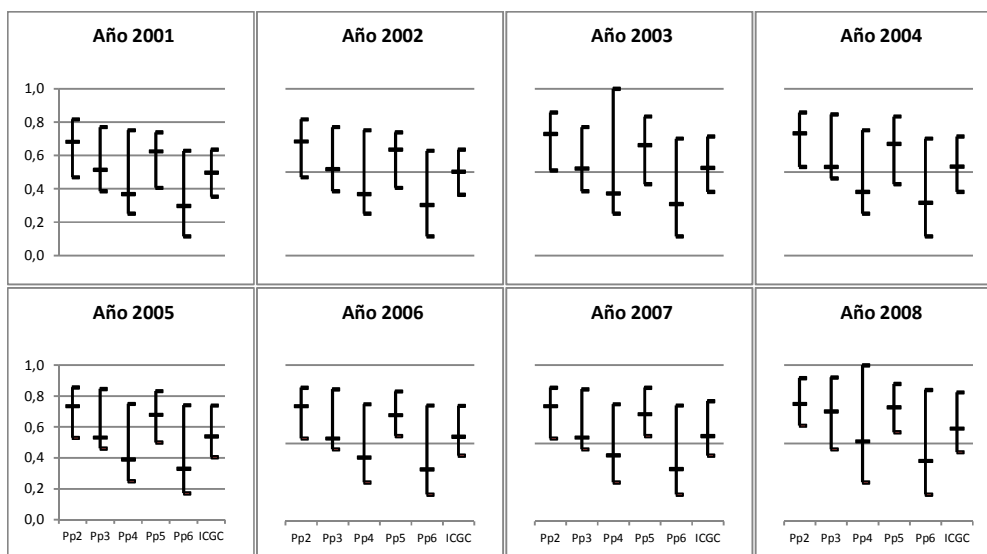
En la Tabla 47 se puede observar que el menor cumplimiento corresponde al Principio VI con un índice promedio menor a 0,39. EL Principio IV presenta un índice promedio superior a 0,51. En la muestra, el índice mínimo alcanzado en el cumplimiento del Principio II y del Principio V es superior a 0,57 y en el caso de los otros Principios se observan índices de cumplimiento menores a 0,47. El valor máximo del índice de cumplimiento del Principio VI es 0,84. El ICGC promedio es superior a 0,59.

Tabla 47. Cumplimiento medio general por principio en el año 2008

2008	Máximo	Mínimo	Promedio general
Pp2	0,9184	0,6122	0,7518
Pp3	0,9231	0,4615	0,7049
Pp4	1,0000	0,2500	0,5136
Pp5	0,8810	0,5714	0,7301
Pp6	0,8429	0,1714	0,3870
ICGC	0,8258	0,4438	0,5946

Hasta aquí se ha estudiado el cumplimiento general promedio, por año y referido a materias de gobierno corporativo de alcance global y podemos concluir que en todo los años, el cumplimiento de los Principios IV y VI se encuentra bajo el promedio general del ICGC. Por el contrario, el cumplimiento de los Principios II y V se mantienen sobre el ICGC, esto significa que la protección y ejercicio de los derechos de los accionistas, así como la transparencia y divulgación de información son los aspectos más respetados a través del tiempo. En el gráfico 6 se representa lo observado.

Gráfico 6. Comparativo cumplimiento por principio-por año



4.3.4.3 Resultados y análisis global del período 2001 a 2012

Aunque el período definido para el estudio comprende los años 2001 a 2008, por las razones anteriormente expuestas, cabe preguntar qué ha ocurrido en los años posteriores, que se han caracterizado por la emisión de leyes y normas que robustecen el gobierno

corporativo y mejoran la revelación de información. No obstante, las conclusiones finales de este estudio estarán referidas y limitadas a lo observado entre los años 2001 a 2008.

En la Tabla 48 y el gráfico 7 se presenta el comportamiento del ICGC y de los sub índices, entre los años 2001 a 2012. Se puede observar que el cumplimiento en general (ICGC) mejora entre los años 2007 al 2009. En 2010, año en que entra en vigencia la Ley N° 20.382 (Ley perfeccionamiento de gobiernos corporativos), por lo tanto, se esperaba que el índice siguiera aumentando, ello no ocurrió y bajó levemente (alrededor de 1%), situación que persistió en el año 2011. A partir de 2012 el índice aumenta en aproximadamente un 3% respecto del año anterior, posiblemente porque en ese año, entre julio y agosto, estuvo en consulta el borrador de la actual NCG N° 341⁸⁰, que continuó fortaleciendo el buen gobierno corporativo en las sociedades cotizadas, estableciendo la obligación de difundir al público cuáles son sus políticas y prácticas de gobierno corporativo.

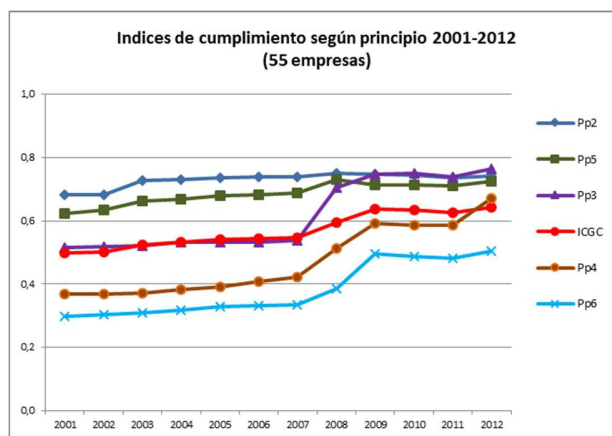
El análisis por subíndice permite observar que en el año 2012 se agregan al mayor cumplimiento las materias referidas al *Rol de las diferentes partes interesadas o stakeholders* (principio IV), aumentando aproximadamente 14% respecto del año anterior, también mejora el *Trato equitativo de los accionistas* (principio III), esto posiblemente influenciado por la ocurrencia de los casos de La Polar (2011) y la operación de aumento de capital de Enersis (2012). Por otro lado, llama la atención que baja levemente el cumplimiento relacionado con la *Protección y ejercicio de los derechos de los accionistas* (principio II). La *transparencia y divulgación de información* (principio V) tiene un comportamiento similar al subíndice del principio II. Aunque ha habido mejoras en el cumplimiento del *Rol de los directores* (principio V) que en el año 2009 aumentó en 28% respecto del año anterior, presentó bajas entre 1% y 2% en los años 2010 y 2011, respectivamente, sigue siendo el más bajo entre los subíndices, o sea corresponde al principio que tiene menor cumplimiento. Se espera que a partir del año 2013, primer año de presentación y divulgación del informe de prácticas de gobierno corporativo se genere una significativa mejora en el indicador de cumplimiento. En este informe, entre otras materias se debe revelar públicamente el funcionamiento del directorio.

⁸⁰ NCG N° 341 emitida en 29 de noviembre de 2012.

Tabla 48. Índices cumplimiento empresas años 2001-2012

Año	Pp2	Pp3	Pp4	Pp5	Pp6	ICGC
2001	0,6813	0,5147	0,3682	0,6244	0,2971	0,4976
2002	0,6828	0,5175	0,3682	0,6343	0,3023	0,5026
2003	0,7284	0,5217	0,3727	0,6620	0,3094	0,5250
2004	0,7320	0,5315	0,3818	0,6693	0,3169	0,5316
2005	0,7367	0,5315	0,3909	0,6793	0,3299	0,5409
2006	0,7381	0,5315	0,4091	0,6815	0,3327	0,5429
2007	0,7378	0,5371	0,4227	0,6871	0,3356	0,5460
2008	0,7518	0,7049	0,5136	0,7301	0,3870	0,5946
2009	0,7470	0,7483	0,5909	0,7145	0,4953	0,6372
2010	0,7452	0,7510	0,5864	0,7149	0,4875	0,6338
2011	0,7351	0,7385	0,5864	0,7105	0,4816	0,6266
2012	0,7407	0,7650	0,6713	0,7246	0,5034	0,6439

Gráfico 7. Índices de cumplimiento por principio período 2001-2012



Continuamos analizando el período 2001 a 2008, identificando el grado de cumplimiento en materias específicas.

4.3.4.4 Análisis por subíndices

Al analizar las respuestas obtenidas en las empresas de la muestra, año por año, para cada ítem del cuestionario donde se distinguen principios, subprincipios y criterios esenciales y que han sido expresadas en porcentajes (Anexo 2), se puede identificar en cuáles se produce alto incumplimiento, en cuáles el cumplimiento resulta ser inobservable, o bien aquellos en que el cumplimiento cambia significativamente entre años. Además se agrega un comentario en cada caso.

4.3.4.4.1 Alto incumplimiento

El incumplimiento ocurre cuando en todos los años del período revisado, años 2001 a 2008, el 50% o más de las empresas no cumplen el criterio esencial formulado.

El mayor incumplimiento se refiere a materias relacionadas a Transparencia y divulgación de información y a la Responsabilidad del Consejo.

A continuación se identifican las materias específicas.

4.3.4.4.1.1 Principio V. Transparencia y divulgación de la información:

(a) Sobre los miembros del Consejo y de los ejecutivos principales, política remuneraciones, competencias, selección, independencia, participación en Consejos de otras compañías

- i. Informar sobre las participaciones de cada ejecutivo principal, de cada director teniendo en cuenta las acciones poseídas por familiares cercanos cuando hay intereses (preguntas 96 y 97).

En el año 2009 la Ley N°20.382 (Ley perfeccionamiento de gobiernos corporativos) introdujo modificaciones a la ley N° 18.045 (Ley de Mercado de Valores) y la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) emitió la Norma de Carácter General N° 269 que obliga a los accionistas a informar al organismo regulador y a las bolsas de valores sobre las adquisiciones y enajenaciones de acciones que ellos y sus personas relacionadas efectúen.

- ii. Informar sobre la remuneración de los miembros del Consejo y de ejecutivos principales (preguntas 100, 101 y 102).

Las preguntas colocan el énfasis en la relación de las remuneraciones con los resultados de la empresa y la política definida para remunerar a directores y ejecutivos.

En Chile la junta ordinaria de accionistas establece anualmente el monto de las remuneraciones del directorio. La ley N°18.046 (de Sociedades anónimas) faculta y obliga al Comité de directores a examinar los sistemas de remuneraciones y planes de

compensación de los gerentes, ejecutivos principales y trabajadores de la sociedad. Sin embargo no se vincula a las remuneraciones del Consejo y de ejecutivos principales con los resultados de la compañía.

En la NCG N° 30 se requiere informar en la memoria anual toda remuneración percibida en moneda o en bienes (avaluados en moneda de la fecha de cierre), por cada director o administrador en el ejercicio, incluso las que provengan de funciones o empleos distintos del ejercicio de su cargo o por concepto de gastos de representación, viáticos, regalías y en general todo otro estipendio, incluyendo las remuneraciones como miembros del comité de directores. La presentación deberá realizarse en forma comparativa y en detalle, de tal forma que pueda identificarse claramente para cada director o administrador, el monto y origen de las remuneraciones percibidas.

(b) Asuntos relativos a empleados y otros stakeholders

- i. Informar sobre asuntos con empleados y /u otros stakeholders que pudieran afectar significativamente los resultados de la compañía (preguntas 108 y 109).

En la Norma de Carácter General N° 210 (2008) que modifica a la NCG N° 30 emitida por la SVS, exigen la clara y oportuna revelación y divulgación de los hechos esenciales, tales como conflictos laborales, paralización parcial o total, suscripción de convenios o realización de negociaciones con deudores importantes, entre otros.

(c) Estructuras y políticas de gobierno corporativo (implantación, contenido del código de gobierno corporativo)

- i. Informar sobre gobierno corporativo societario (preguntas 110 y 114).

La publicación de un informe de gobierno corporativo a lo menos una vez al año, el uso de un código de gobierno corporativo adoptado por la empresa, no es un aspecto establecido en el marco legal y normativo. Las empresas que lo publican lo hacen siguiendo la política de sus matrices extranjeras, o voluntariamente.

La ley N° 10.382 agregó a partir del 2010 la obligación del Comité de directores (cuando existe) de preparar un informe anual de su gestión, en que se incluyan sus principales recomendaciones a los accionistas.

4.3.4.4.1.2 Principio VI. Responsabilidad del Consejo:

(a) Funciones claves del Consejo

- i. El Consejo debe revelar públicamente la política de remuneración que cubre a sus miembros y debe explicar cómo se alinea con el interés de largo plazo de la compañía y sus accionistas (preguntas 152 y 153).

Las remuneraciones del Consejo las determina la junta de accionistas. La ley de Sociedades Anónimas establece que “deberá constar en la cuenta anual toda remuneración que hayan percibido los directores incluso las que provengan de funciones o empleos distintos del ejercicio de su cargo, o por concepto de gastos de representación, viáticos y, en general, todo otro estipendio. Estas remuneraciones especiales deberán presentarse detallada y separadamente en la memoria, avaluándose aquellas que no consistan en dinero”. No queda claro que deban especificarse las distintas remuneraciones percibidas o devengadas separadamente por cada uno de los directores.

- ii. El Consejo debe revelar públicamente la política de remuneración que cubre a los ejecutivos claves y debe explicar cómo se alinea con el interés de largo plazo de la compañía y sus accionistas (preguntas 155 y 156).

En el año 2010, la SVS a través de la NCG N° 283 requiere revelar en la memoria el “monto total de las remuneraciones obtenidas por el gerente general, los gerentes y ejecutivos principales de la compañía”. No obstante no se revela cómo se alinea la remuneración y el cumplimiento de objetivos en el tiempo. En el año 2011, la SVS requiere a las compañías aseguradoras y reaseguradoras a través de la NCG N°309, reflejar el desempeño de la alta gerencia en un horizonte temporal y no solo en relación a los resultados de corto plazo.

(b) Juicios objetivos e independientes del Consejo sobre cuestiones relativas a la sociedad

- i. El Consejo debe revelar completa información sobre la actividad de cada miembro del Consejo, sobre la ocupación de cada uno en varios Comités, sobre el trabajo principal de cada director si éste lo tuviere, sobre registro de asistencia a las reuniones de

comités, sobre cualquier otro trabajo emprendido a nombre del Consejo y la remuneración asociada al mismo (preguntas 185, 187, 188, 191, 192 y 193).

En el artículo 50 bis Ley N° 18.046 (Ley de Sociedades Anónimas), modificada por Ley N° 20.382 (Ley perfeccionamiento de gobiernos corporativos), se señala que las actividades que desarrolle el Comité de directores, informe de gestión anual y los gastos en que incurra, incluidos los de sus asesores, serán presentados en la memoria anual y comunicados en la junta ordinaria de accionistas. Sin embargo, no hay referencia que se deba revelar por cada miembro del Consejo el rol que tiene y el cumplimiento del mismo.

En la NCG N° 283 (SVS, 2010) se establece que en la memoria anual se debe revelar las actividades desarrolladas por el Comité de directores y en las sociedades anónimas abiertas la síntesis de comentarios y proposiciones que este comité formule a los accionistas.

La SVS a través de la NCG N° 309 (2011) expone explícitamente los principios de gobierno corporativo y sistemas de gestión de riesgo y control interno para las sociedades aseguradoras y reaseguradoras. Los principios de gobierno corporativo allí establecidos debieran ser aplicables a todas las sociedades emisoras de títulos y no solamente a las empresas de un sector específico.

4.3.4.4.2 No Observable

Un criterio esencial se considera “No observable” cuando en todos los años estudiados la totalidad o la mayoría de las empresas (90% o más) no proporciona información sobre éste en las fuentes consultadas.

A continuación se destacan las partidas específicas consideradas “No observable”.

4.3.4.4.2.1 Principio II. Protección y ejercicio derechos de los accionistas.

En relación a la participación en forma efectiva y de votar en las juntas generales de accionistas, aproximadamente en 95% de las empresas no se puede observar si la sociedad aplica límites de participación para permitir a los accionistas individuales o de grupos de accionistas formular consultas (pregunta 29).

En la ley de sociedades anónimas se indica que en las sociedades anónimas abiertas, las materias a ser tratadas en las juntas de accionistas deben comunicarse en la citación, indicando además la forma de obtener copias íntegras de los documentos que

fundamentan las diversas opciones sometidas a votación. Aunque señala que son materias de la junta ordinaria, cualquiera materia de interés social que no sea propia de una junta extraordinaria, no hay referencia explícita acerca de la formulación de consultas por parte de los accionistas. En el Reglamento de sociedades anónimas (DS N° 587, 1992), aunque éste debe ser modificado (Larraín, 2010)⁸¹, se expresa que accionistas que posean o representen 10% o más de las acciones emitidas con derecho a voto, podrán formular por escrito comentarios y proposiciones relativas a la marcha de los negocios de la sociedad y la síntesis de estos deberá incluirse en la memoria del ejercicio correspondiente.

4.3.4.4.2.2 Principio III. Trato equitativo de los accionistas

- i. La sociedad hace uso de procesos confiables y eficaces y de tecnologías que faciliten el voto de los inversionistas extranjeros (pregunta 66).

En al menos 96% de las empresas no se puede observar si se cumple con este criterio esencial.

En el año 2010 la SVS, conforme señala la Ley N° 20.382 (Ley perfeccionamiento de gobiernos corporativos), emite la NCG N° 273 referida al sistema que permite el voto a distancia, autorizando la utilización del sistema electrónico para realizar la votación. Esta normativa se complementa con la NCG N° 114 (SVS, 2001) que establece los principios de autenticación, control de acceso, confidencialidad, integridad y no repudio. Tanto la ley como la normativa emitida por el ente regulador no se refiere expresamente al ejercicio del voto transfronterizo.

- ii. La sociedad facilita el voto minimizando los costos involucrados para los accionistas (pregunta 67).

En todas las empresas no es posible observar si se cumple con este criterio esencial.

⁸¹ “Numerosas modificaciones a la Ley de Sociedades Anónimas han introducido reformas importantes que requieren actualizar su Reglamento, que se ha mantenido prácticamente inalterado desde su dictación en 1982” Felipe Larraín, Ministro de Hacienda, octubre 2010.

4.3.4.4.2.3 Principio VI. Responsabilidades del Consejo.

- i. El Consejo explica las razones cuando la compañía no ha implementado prácticas específicas de gobierno corporativo incorporadas en el código (pregunta 144).
- ii. Las evaluaciones del Consejo son consideradas en la determinación de políticas de compensaciones (pregunta 149).

En al menos 91% de las empresas no es posible observar si se cumplen estos criterios esenciales.

Cabe enfatizar que algunas empresas tienen códigos de ética, que en el país no existe un Código de gobierno corporativo impuesto por la autoridad competente. Fernando Coloma, superintendente de valores y de seguros, expresa que “la autorregulación de las empresas con manuales de buenas prácticas es indispensable” (La Tercera, 2012a).

4.3.4.4.3 Cambios significativos entre años

A continuación se presentan algunas materias, agrupadas por principio, en las cuales se pudo observar cambio significativo (de 7% o más) en el cumplimiento entre un año y otro.

4.3.4.4.3.1 Principio II. Protección y ejercicio derechos de los accionistas.

(a) Registro de la propiedad y transferencia o traspaso de acciones

- i. La compañía mantiene, por sí mismas o a través de un agente, un registro exacto de accionistas (pregunta 1).

Entre los años 2001 y 2002 ninguna empresa cumple con este criterio esencial. Desde el año 2003 todas las empresas dan cumplimiento a esta materia.

En el Reglamento de sociedades anónimas (DS N°587, 1982) se establece la obligación que la sociedad deberá mantener un Registro de Accionistas, bajo medio confiable que asegure la fidelidad e integridad de los registros, debiendo incorporar en éste todo cambio que ocurra ya sea por emisión de nuevos títulos, traspaso de propiedad o por ejercicio de retiro de un accionista.

- ii. Cualquier accionista o delegado que actúa en el nombre del accionista puede examinar la lista de accionistas para verificar sus participaciones (pregunta 3).

Este caso es igual a la pregunta 1, y es a partir del año 2003 que todas las empresas dan cumplimiento a esta materia.

La Superintendencia de Valores y Seguros publica en la página web institucional el listado y porcentaje de propiedad de los 12 mayores accionistas, además exhibe el listado de todos los accionistas agrupados por nivel de propiedad: con más del 20%; entre 10% y 20%; entre 5% y 10%; entre 1% y 5% y con menos del 1%.

(b) Derecho a obtener información relevante y significativa sobre la sociedad de manera oportuna y periódica

- i. La sociedad coloca a disposición de los accionistas, para que obtengan fácilmente, información sobre estatutos de la compañía (pregunta 5).

Hasta el año 2007, aproximadamente en 78% de las empresas no era fácilmente observable el cumplimiento de este criterio esencial, a partir del año 2008 esta condición disminuye al 18%. En el mismo año, se aprecia que aproximadamente 31% de las entidades lo cumplen mientras que en 51% de ellas esto no ocurre.

En el Código de Comercio (Ministerio de Justicia, 1865) se establece que la sociedad por acciones debe tener un estatuto social, y que le son aplicables las disposiciones de la Ley de sociedades anónimas, las que prevalecerán sobre el estatuto.

- ii. La sociedad coloca a disposición de los accionistas, para que obtengan fácilmente, información sobre normas y leyes (pregunta 6)

Entre los años 2001 al 2007, se advierte que en 76% al 73% de las empresas no era fácilmente observable el cumplimiento de este criterio esencial. En el año 2008 se puede apreciar que dan cumplimiento a este criterio aproximadamente 51% de las empresas y que no lo hacen aproximadamente 42%.

La explicación que no lo cumplan todas las empresas, es posiblemente porque la Superintendencia de Valores y Seguros proporciona la legislación y normativa pertinente mediante su página web.

(c) Revelación de convenios y agrupaciones de capital que permiten a determinados accionistas adquirir un desproporcionado grado de control de sus derechos de flujo de efectivo

- i. La sociedad actualiza la información oportunamente si existen cambios a la estructura de capital (pregunta 52).

En 2008 las empresas que cumplen con este criterio esencial aumentan en 10%. En los años anteriores se observa cumplimiento en al menos 87% de las empresas.

El cumplimiento de años anteriores se fundamenta que en la Ley de sociedades anónimas, artículo 14, se establece una obligatoriedad para la revelación de cambios en la estructura de capital. Se expresa que “los pactos particulares entre accionistas relativos a cesión de acciones, deberán ser depositados en la compañía a disposición de los demás accionistas y terceros interesados, y se hará referencia a ellos en el Registro de Accionistas. Si así no se hiciere, tales pactos serán inoponibles a terceros”.

4.3.4.4.3.2 Principio III. Trato equitativo de los accionistas.

(a) Prohibición del uso de información privilegiada y las operaciones abusivas de auto cartera.

- i. La sociedad prohíbe las operaciones con información privilegiada (pregunta 70).

Entre los años 2001 al 2007, se advierte que en 98% al 89% de las empresas no era fácilmente observable el cumplimiento de este criterio esencial. En el año 2008 se puede apreciar que aproximadamente un 95% de las empresas lo cumplen, lo que representa un aumento de 83% respecto del año anterior.

En 2007 se presentó el proyecto, que en 2009 se promulgó como la Ley N° 20.382 que introduce perfeccionamiento a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas. En este proyecto entre otras materias se proponía regular el uso de información privilegiada.

- ii. En la sociedad se prohíbe los abusos de negociación realizadas por personas con acceso a información privilegiada (pregunta 71).

Entre los años 2001 al 2007, se advierte que en 96% al 87% de las empresas no era fácilmente observable el cumplimiento de este criterio esencial. En el año 2008 se puede

apreciar que aproximadamente un 95% de las empresas lo cumplen, lo que representa un aumento de 82% respecto del año anterior.

En el año 2000 la Ley N° 18.045 (Ley de Mercado de Valores) fue modificada por la Ley N° 19.705 (Ley de OPAS y de gobiernos corporativos) estableciendo sanciones para quienes “valiéndose de información privilegiada ejecute un acto, por sí o por intermedio de otras personas, con objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida, tanto para sí como para terceros, mediante cualquier tipo de operaciones o transacciones” y también a quienes “revelen información privilegiada, con objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida, tanto para sí como para terceros, en operaciones o transacciones con valores de oferta pública”. Como se ha indicado anteriormente, en el proyecto de ley de gobiernos corporativos (2007) un tema de alta significación era la prohibición del uso de información privilegiada.

- iii. En la sociedad se prohíbe los auto contratos realizados por personas con acceso a información privilegiada (pregunta 72).

Entre los años 2001 al 2007, se advierte que en 96% al 91% de las empresas no era fácilmente observable el cumplimiento de este criterio esencial. En el año 2008 se puede apreciar que aproximadamente un 55% de las empresas lo cumplen, lo que representa un aumento de aproximadamente 45% respecto del año anterior.

En la Ley N° 18.046 (Ley Sociedades Anónimas) se señala que “los directores no podrán usar en beneficio propio o de terceros relacionados, con perjuicio para la sociedad, las oportunidades comerciales de que tuvieron conocimiento en razón de su cargo”.

En 2009, la Ley N° 20.382 (Ley perfeccionamiento de gobiernos corporativos) incorporó entre los acuerdos de junta extraordinaria que requieren del voto conforme de las dos terceras partes de las acciones emitidas con derecho a voto, a la aprobación o ratificación de la celebración de actos o contratos con partes relacionadas.

4.3.4.4.3.3 Principio IV. Rol partes interesadas en gobierno de empresa.

(a) Acceso oportuno y periódico a información relevante y confiable a los stakeholders que participen en el proceso de gobierno corporativo.

- i. La sociedad proporciona información adecuada y confiable a los stakeholders (pregunta 77)

Entre los años 2001 a 2007, se advierte que en 67% al 64% de las empresas no era observable el cumplimiento de este criterio esencial. En el año 2008 se puede apreciar que aproximadamente un 47% de las empresas lo cumplen, lo que representa un aumento de 11% respecto del año anterior.

Se ha consideración la revelación a terceras persona interesadas, además de los accionistas.

Es obligación del directorio proporcionar a los accionistas y al público, las informaciones suficientes, fidedignas y oportunas que la ley y, en su caso, la Superintendencia de Valores y Seguros determinen respecto de la situación legal, económica y financiera de la sociedad. La Ley N° 20.382 (Ley perfeccionamiento de gobiernos corporativos), en 2009, incorporó a la Ley de Sociedades Anónimas la responsabilidad que tienen los miembros del directorio para evitar que esta información sea divulgada a personas distintas de aquellas que por su cargo, posición o actividad en la sociedad deban conocerla, antes de ser puesta a disposición de los accionistas y el público.

(b) Los trabajadores individualmente y los organismos que los representen, pueden expresarse libremente al Consejo en relación con posibles prácticas ilegales o poco éticas en la compañía

- i. La sociedad tiene un mecanismo que asegura que los trabajadores expresen al Consejo su preocupación por posibles prácticas ilegales o poco éticas (pregunta 78).

Entre los años 2001 a 2007, se advierte que en 98% al 76% de las empresas no era observable el cumplimiento de este criterio esencial. En el año 2008 se puede apreciar que aproximadamente un 43% de las empresas lo cumplen, lo que representa un aumento de 25% respecto del año anterior.

En 2011, la SVS ha emitido la NCG N° 309 donde al referirse al rol y funciones del directorio de una empresa aseguradora, indica que deberán aprobar un Código de ética y estándares de conducta, que incluya “canales de comunicación para facilitar que los empleados puedan informar una posible violación a la ley o las regulaciones, o potenciales fraudes tanto internos como externos, con las apropiadas medidas para proteger de represalias a los empleados que informan las anomalías”.

4.3.4.4.3.4 Principio V. Transparencia y divulgación de información

(a) La titularidad de los grandes grupos de acciones y de derechos de voto, al menos anualmente.

- i. La sociedad informa la titularidad, tan pronto se haya cruzado el límite de participación que da lugar a la revelación (pregunta 87).

En los años 2001 y 2002 en más de 76% de las empresas no era observable el cumplimiento de este criterio esencial. En el año 2003 esa condición solamente se presenta en 16% de las empresas, y las restantes lo cumplen. En el año 2004 el cumplimiento aumenta a 89% y se mantiene para los años que siguen.

En este espíritu se entiende que en la Ley N° 18.045 (de Mercado de Valores) se exija a las personas que posean 10% o más del capital suscrito de una sociedad, directa o indirectamente, o que a causa de una adquisición alcanzaran ese porcentaje, como asimismo a los directores, liquidadores, ejecutivos principales, administradores y gerentes de esa sociedad (cualquiera sea el número de acciones que posean directamente o a través de otras personas), informar a la Superintendencia y a cada una de las bolsas de valores del país en que la sociedad tenga valores registrados para la cotización cualquier adquisición o enajenación que efectúen de acciones de la sociedad. La comunicación deberá enviarse a más tardar al día siguiente que se ha materializado la operación, por los medios tecnológicos que indique la Superintendencia mediante norma de carácter general. Adicionalmente, los accionistas mayoritarios deberán informar si las adquisiciones que han realizado obedecen a la intención de adquirir el control de la sociedad o, en su caso, si dicha adquisición sólo tiene el carácter de inversión financiera.

(b) Sobre los miembros del Consejo y de los ejecutivos principales, política remuneraciones, competencias, selección, independencia, participación en Consejos de otras compañías

- i. La sociedad informa sobre los miembros del Consejo considerados independientes (pregunta 94).

Entre los años 2001 a 2005 las empresas donde el cumplimiento era inobservable disminuyen de 20% a 5%. La cantidad de empresas que no cumplen con este criterio esencial, en los mismos años va disminuyendo, desde 25% hasta 5%. En el caso del cumplimiento, para igual período, varía entre 55% a 89%. Desde el año 2006 aproximadamente el 91% de las empresas dan cumplimiento a este criterio esencial.

El proyecto de ley de gobiernos corporativos, en el año 2007 proponía entre otros asuntos, exigir en la composición del directorio al menos un director independiente. En la Ley N° 18.046, modificada por la ley de gobiernos corporativos, se exige que si la sociedad alcanza un patrimonio superior al monto establecido por ley, y a lo menos un 12,5% de sus acciones emitidas con derecho a voto, se encuentren en poder de accionistas que individualmente controlen o posean menos del 10% de tales acciones, deberán designar al menos un director independiente y formar el comité de directores. Incluso en el caso en que se produzca la vacancia de uno de los directores independientes se deberá reemplazar por uno que tenga igual condición. Para poder ser elegidos como directores independientes, los candidatos deberán ser propuestos por accionistas que representen el 1% o más de las acciones de la sociedad, con a lo menos diez días de anticipación a la fecha prevista para la junta de accionistas llamada a efectuar la elección de los directores.

El comité de directores estará integrado por tres miembros, la mayoría de los cuales deberán ser independientes. Si hubiese solamente un director independiente, éste nombrará a los demás integrantes del comité de entre los directores que no tengan tal calidad, los que gozarán de plenos derechos como miembros del mismo. El presidente del directorio no podrá integrar el comité ni sus subcomités, salvo que sea director independiente.

En la Norma de Carácter General N° 309 (SVS, 2011) señalan que la autoridad y capacidad de vigilancia del directorio se ve fortalecida cuando al interior del directorio se favorece y se es receptivo a puntos de vistas independientes.

(c) Asuntos relativos a empleados y otros stakeholders

- i. La sociedad informa públicamente los principales problemas que afectan a los empleados que podrían alterar significativamente los resultados (pregunta 108).

Hasta el año 2007 aproximadamente 85% de las empresas no cumplen con este criterio esencial y en el 7% no es observable. En 2008 siguen sin cumplir aproximadamente 82% y dan cumplimiento 14% de las empresas, lo que representa un aumento de más de 7% respecto del año anterior.

Anteriormente se ha señalado que en la NCG N° 30 (SVS, 1989), exigen entre otras materias la revelación y divulgación de conflictos laborales, paralización parcial o total.

(d) Información elaborada y proporcionada en base a normas de alta calidad en materia de contabilidad y revelación de información financiera y no financiera

- i. La sociedad prepara la información no financiera en base a normas de revelación emitidas por una organización que actúa en interés público (pregunta 116)

Hasta el año 2007 el 84% de las empresas cumplen este principio y en el resto no es observable. En el año 2008 lo cumplen la totalidad de las empresas.

En general la información requerida comprende principalmente a la información financiera, sin embargo, en la NCG N° 30 señala que deben revelarse hechos esenciales, como es el caso de cualquier nombramiento, vacancia o reemplazo que se produzca en los cargos de presidente, directores, gerente, administradores y liquidadores de las entidades inscritas en el Registro de Valores.

(e) Canales usados para divulgar información (acceso igualitario, oportuno y asequible por parte de los usuarios)

- i. La sociedad cumple la legislación relativa a evitar la divulgación de información privilegiada o de información relevante para las sociedades de parte de directores y otros insiders (pregunta 125).

Entre los años 2001 a 2007, se advierte que en 100% al 91% de las empresas no era observable el cumplimiento de este criterio esencial. En el año 2008 el 96% de las empresas lo cumplen y en el resto sigue siendo inobservable.

En la ley N° 20.382 (Ley perfeccionamiento de gobiernos corporativos) se modifica el artículo 165 de la Ley de Mercado de Valores que anteriormente señalaba, que cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga acceso a información privilegiada, deberá guardar estricta reserva y no podrá utilizarla en beneficio propio o ajeno, ni adquirir para sí o para terceros, directa o indirectamente los valores sobre los cuales posea información privilegiada. La ley de perfeccionamiento de gobiernos corporativos modificó agregando que la relación es con el emisor de valores o con las personas quienes se presume que poseen información privilegiada y además modificó “que posea información privilegiada” en reemplazo de “tenga acceso a información privilegiada”.

- ii. La sociedad hace divulgación continua, oportuna, sin selectividad de todas las informaciones significativas que permitan a los inversionistas tomar decisiones de inversión (pregunta 126).

Entre los años 2001 a 2007, se advierte que no era observable el cumplimiento de este criterio esencial en 44% al 36% de las empresas. En el año 2008 se puede apreciar que aproximadamente cumplen 98% de las empresas, lo que representa un aumento de aproximadamente 35% respecto del año anterior.

El proyecto de ley de gobiernos corporativos proponía, entre otras materias relevantes, incrementar la divulgación de información al mercado. En la Ley de Mercado de Valores se expresa que las entidades inscritas en el Registro de Valores, deberán divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna, todo hecho o información esencial respecto de ellas mismas y de sus negocios al momento que ocurra o llegue a su conocimiento. Será responsabilidad del directorio de cada entidad adoptar una norma interna que contemple los procedimientos, mecanismos de control y responsabilidades que aseguren dicha divulgación. La norma respectiva, deberá ajustarse a la norma de carácter general que dicte la Superintendencia. En enero de 2008, el organismo regulador emitió la NCG N° 211 estableciendo normas para la publicidad de políticas y procedimientos relativos al manejo y divulgación de información para el mercado, que en diciembre de 2009 la deroga con NCG N° 270, agregando normas

para la publicidad de políticas y procedimientos relativos a la adquisición o enajenación de valores de la entidad. En el año 2008, 98% de las empresas tiene el Manual de Manejo de Información requerido por el organismo regulador.

4.3.4.4.3.5 Principio VI. Responsabilidades del Consejo

(a) Aplicar altos niveles de ética

- i. La sociedad tiene un código de ética elaborado bajo la supervisión del Consejo (pregunta 127).

Entre los años 2001 a 2007 este criterio esencial ha disminuido su calidad de no observable en las empresas de 96% a 85%. En 2008 se aprecia que sigue siendo inobservable en 69% y que cumplen aproximadamente 29% de las empresas, lo que representa un aumento de aproximadamente 16% respecto del año anterior.

En Chile, a la fecha no existe un Código de gobierno societario explícito de carácter oficial como en otros países, ni se proporciona públicamente un instrumento que permita conocer rápidamente la calidad del gobierno corporativo en las sociedades. Cabe destacar, que en diciembre del año 2009 entre la Superintendencia de Valores y Seguros e ICARE celebraron un acuerdo con el propósito de llegar a preparar conjuntamente un Manual de Buenas Prácticas de Gobierno Societario, que sería de aplicación voluntaria por parte de las empresas.

De las empresas que usan un Código de Ética, más del 52% lo tiene desde el año 2008.

Anteriormente se ha señalado que la SVS en junio de 2011 ha emitido la NCG N° 309, en ella establece entre las funciones y responsabilidades del directorio, aprobar un código de ética y estándares de conducta.

- ii. El código de ética cubre principalmente el respeto de la ley y de las normas profesionales (pregunta 128)

Entre los años 2001 a 2007 este criterio esencial ha disminuido su calidad de no observable en las empresas desde 98% a 87%. En 2008 se aprecia que sigue siendo inobservable en 67% y que cumplen 33% de las empresas, lo que representa un aumento de 20% respecto del año anterior.

Las empresas, no todas tienen y/o publican el Código de Ética y el Manual de Manejo de Información. En esta pregunta y la anterior se ha revisado el Código de Ética y se considera que hay cumplimiento desde el año de vigencia y antes se registra como “Sin Información”. En caso de no contar con Código de Ética ha sido revisado el Manual de Manejo de Información, y se ha aplicado el mismo criterio.

- iii. El código de ética establece los límites específicos de la búsqueda de intereses privados de los empleados (pregunta 129).

Entre los años 2001 a 2007 este criterio esencial ha disminuido su calidad de no observable en las empresas desde 100% a 89%. En 2008 se aprecia que sigue siendo inobservable en 71% y que cumplen 29% de las empresas, lo que representa un aumento de 18% respecto del año anterior.

En 2008, de las empresas que tienen Código de Ética el 71% indica que existen los límites. Por ejemplo, señalan que “los directores, ejecutivos y trabajadores, no utilizarán, directa ni indirectamente, en beneficio propio o de terceros distintos de la Empresa, las influencias o los recursos que estén a su alcance en el desarrollo de sus actividades o como resultado de sus cargos” (Concha y Toro, 2004).

(b) Funciones claves del Consejo

- i. El Consejo supervisa que las prácticas de gobierno corporativo se ajusten al código impuesto por la compañía (pregunta 143)

Desde el año 2001 al 2007 el criterio es inobservable para todas las empresas. En el año 2008 se advierte cumplimiento de 16% y para las restantes se mantiene la condición de no observable.

En el año 2011, la SVS expresa a través de la NCG N°309, que entre sus funciones y responsabilidades el directorio debiera considerar la aprobación de un código de ética y normas de conducta.

- ii. El Consejo es responsable de seleccionar, de remunerar, de supervisar y, cuando es necesario, de sustituir los ejecutivos claves y de supervisar la planificación de sucesión (pregunta 150).

Entre los años 2001 a 2007 en 76% de las empresas este criterio esencial no era observable. En el año 2008 la condición de no observable baja a 61% y 39% cumple con el criterio, representando un 15% de aumento de cumplimiento respecto del año anterior.

En 2011, en la NCG N°309 la SVS indica que el directorio debiera establecer: procedimientos de nominación y despido de ejecutivos; requisitos de calificación y experiencia apropiados a las responsabilidades de cada cargo; mecanismos para evaluar regularmente su desempeño.

- iii. El Consejo desarrolla planes de acción y procedimientos internos para promover el cumplimiento de leyes, reglamentos y normas que sean aplicables a sus miembros (pregunta 167).

Entre los años 2001 a 2007, se advierte que en 98% al 85% de las empresas no era observable el cumplimiento de este criterio esencial, en el año 2008 sigue siendo inobservable en 78% de los casos. En el mismo año se puede apreciar que aproximadamente 22% de las empresas lo cumplen, lo que representa un aumento de 7% respecto del año anterior.

En las leyes y normas no se encuentra expresada alguna obligación al respecto.

- iv. El Consejo supervisa la revelación de información relevante sobre la compañía (pregunta 168).

Entre los años 2001 a 2007, se advierte que en 87% al 78% de las empresas no era observable el cumplimiento de este criterio esencial. En el año 2008 se puede apreciar que sigue siendo un criterio inobservable en 5% y que aproximadamente 76% de las empresas lo cumplen, lo que representa un aumento de 54% respecto del año anterior.

El aumento en el cumplimiento queda justificado porque la SVS en el año 2008 emite normativa (NCG N° 210 y N° 211) donde exige que las entidades sujetas a su fiscalización

deben proporcionar y asegurar a sus inversionistas, y al mercado en general, condiciones creíbles de oportunidad, equidad y transparencia en la entrega de información relevante para la toma de decisiones financieras o de otra índole.

Además, tal como se ha señalado anteriormente, la Ley N° 20.382 (Ley perfeccionamiento de gobiernos corporativos) ha agregado que será responsabilidad del directorio evitar que esta información sea divulgada antes de ser puesta a disposición de los accionistas y el público.

(c) Juicios objetivos e independientes del Consejo sobre cuestiones relativas a la sociedad

- i. El mandato de los miembros del Consejo, cuando se crean comités, se divulga en el informe de la compañía sobre sus prácticas de gobierno corporativo (pregunta 182).

Entre los años 2001 al 2007, en 98% de las empresas no puede observarse el cumplimiento de este criterio esencial. En el año 2008 se puede apreciar que sigue siendo inobservable en 84% de las entidades y que cumplen con el criterio alrededor de 15% de las empresas

- ii. La composición de los principales comités permanentes y ad hoc del Consejo se divulga en el informe de la compañía sobre sus prácticas de gobierno corporativo (pregunta 183)

Entre los años 2001 al 2007, en 98% de las empresas no puede observarse el cumplimiento de este criterio esencial. En el año 2008 se puede apreciar que sigue siendo inobservable en 87% de las entidades y que cumplen con el criterio alrededor de 11% de las empresas.

- iii. El procedimiento de trabajo de los comités permanentes y ad hoc del Consejo se divulga en el informe de la compañía sobre sus prácticas de gobierno corporativo (pregunta 184).

Entre los años 2001 al 2007, en 98% de las empresas no puede observarse el cumplimiento de este criterio esencial. En el año 2008 se puede apreciar que sigue siendo inobservable en 89% de las entidades y que 9% de las empresas cumplen con el criterio.

En 2010, se ha agregado a las obligaciones del Comité de directores preparar un informe anual de su gestión.

- iv. La sociedad revela información general sobre el trabajo principal de cada director si éste lo tuviere (pregunta 188).

Entre los años 2001 a 2007 el criterio no se cumple en aproximadamente 64% de las empresas y es inobservable en aproximadamente 15% de éstas. En el año 2008 se puede apreciar que 62% de las empresas no lo cumplen y que lo cumplen 31% de las entidades.

- v. En la divulgación a los miembros del Consejo, el código de ética de la sociedad prohíbe la demora o la retención de información relevante (pregunta 197).

Entre los años 2001 a 2007, se advierte que en 93% al 84% de las empresas no era observable el cumplimiento de este criterio esencial. En el año 2008 se puede apreciar que sigue siendo un criterio inobservable en 65% y que aproximadamente un 27% de las empresas lo cumplen, lo que representa un aumento de aproximadamente 18% respecto del año anterior.

4.3.5 Conclusiones

La hipótesis formulada en este estudio: “La información revelada en las memorias anuales de las empresas cotizadas y por la entidad reguladora (SVS) permite determinar un índice que revele el grado de cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo en las sociedades chilenas”, ha quedado demostrada, aun cuando la generación del indicador puede contener limitaciones que ya han sido previamente revisadas en el marco teórico.

El cumplimiento más alto, en promedio, se observa en la protección y ejercicio de los derechos de los accionistas (principio II), en el trato equitativo de los accionistas (principio III) y en la transparencia y divulgación de información (principio V), aspectos que están contenidos en el marco legal y normativo del país. Este resultado coincide con lo observado por Lefort y Walker en 2005.

En el período estudiado la falta de información y de bajo cumplimiento del Principio VI Responsabilidades del Consejo incide disminuyendo al Índice de cumplimiento de gobierno corporativo (ICGC). La mayor parte de la información relacionada con este principio no es

exigida por el marco legal y normativo y no es proporcionada de manera voluntaria por las compañías. Ha sido a partir del año 2008 que ha aumentado el cumplimiento de este Principio y de los otros, lo que es coincidente con la iniciativa presidencial realizada en el año anterior presentando un proyecto de ley que persigue fortalecer el gobierno societario.

En las empresas que pertenecen al IPSA los indicadores de los Principios (subíndices) y del Índice de cumplimiento de gobierno corporativo (ICGC) revelan más cumplimiento, al igual que aquellas que tienen mayor tamaño y que emiten ADR. Por el contrario, cuánto más grande es la propiedad del accionista principal menor es el cumplimiento de los principios de gobierno corporativo.

Del análisis de los subíndices se puede concluir que los principios de gobierno corporativo en los cuales se presenta mayor incumplimiento, entre los años 2001 a 2008, son el Principio V Transparencia y divulgación de información y el Principio VI Responsabilidad del Consejo. El mayor incumplimiento de la Transparencia y divulgación de información (Principio V) dice relación con la falta de vinculación entre los resultados de la compañía y las remuneraciones de los miembros del Consejo y los ejecutivos principales, además existe escasa información sobre gobierno corporativo societario, tal como lo detectaron Lefort y Walker en el año 2005. Por otra parte se encuentra alto incumplimiento respecto a la Responsabilidad del Consejo (Principio VI), al no revelar información completa acerca del desempeño, dedicación y otros cargos desarrollados por los miembros del Consejo.

El cumplimiento que resulta altamente inobservable está referido a materias comprendidas en el Principio II. Protección y ejercicio de los derechos de los accionistas, como es la participación efectiva de los accionistas en cuestiones de la sociedad; en el Principio III. Trato equitativo de los accionistas, a la facilitación del voto de inversionistas extranjeros mediante uso de procesos y tecnologías eficaces y en el Principio VI. Responsabilidades del Consejo a la falta de implementación del código de gobierno corporativo, esto es porque en Chile no existe un código explícito, además las empresas no revelan las políticas de compensación en que se han considerado las evaluaciones del Consejo.

Al analizar los principales cambios se observa que ocurren principalmente entre los años 2007 y 2008, siendo esto coincidente con la iniciativa desarrollada en Chile con el propósito de fortalecer el gobierno corporativo en las sociedades cotizadas. Los cambios se limitan

más bien a cuestiones exigidas legalmente o en las normas, en general se cumple más bien en la forma que en el fondo. La divulgación de informes sobre el mandato, la composición, procedimiento de trabajo y gestión de comités ad hoc y permanentes es muy pobre.

En Chile, en materia de gobiernos corporativos se ha evolucionado con la promulgación en el año 2009 de la Ley N° 20.382 (Ley perfeccionamiento de gobiernos corporativos) y con la emisión de normativa asociada a la misma por parte de la SVS. Especialmente en materias referidas a la divulgación de información al mercado; al uso de información privilegiada; a los directores y su independencia; al Comité de directores; a las operaciones con partes relacionadas y conflictos de interés; al funcionamiento de la junta de accionistas; a los sistemas de voto de los accionistas; a la regulación de las empresas de auditoría externa; al perfeccionamiento de la ofertas públicas de adquisición de acciones. Las debilidades corregidas habían sido también detectadas en el estudio que realizaron Lefort y Walker en el año 2005.

La normativa emitida por el organismo regulador para las compañías de la industria de seguros en el año 2011, es perfectamente aplicable al resto de las compañías.

A la fecha no existe un Código de gobierno societario explícito de carácter oficial como en otros países, ni se proporciona públicamente un instrumento que permita conocer rápidamente la calidad del gobierno corporativo en las sociedades. Durante el año 2012 la Superintendencia de Valores y Seguros colocó en consulta pública una norma que establece la obligación a las sociedades anónimas abiertas de autoevaluar y difundir el grado de cumplimiento de estándares de buen gobierno corporativo. Las reacciones inmediatas apuntaron a la subjetividad del cuestionario, a que es una herramienta que generará resultados no comparables entre las sociedades. Sin embargo, sin importar la naturaleza de las actividades que desarrolla cada una, las prácticas de buen gobierno corporativo son de carácter universal ¿por qué no podrían ser comparables?

El índice formulado tiene como limitación la gran cantidad de preguntas que deben ser respondidas, sin embargo puede ser mejorado. En este trabajo se justifica su uso, porque el propósito es verificar si las empresas chilenas que cotizan sus valores en bolsa cumplen los Principios y criterios esenciales de gobierno corporativo formulados por la OCDE.

4.4 Estudio empírico 3: Prácticas G.C. efecto en valor de la empresa

4.4.1 Introducción

¿Por qué es importante que las empresas tengan un buen gobierno corporativo? Esta interrogante podría ser respondida con argumentaciones de múltiples autores, sin embargo, en este punto solamente son consideradas dos, la formulada desde la organización internacional que ha proporcionado el cuerpo de fundamentos y de los principios que lo sostienen, y desde la academia. La existencia de un sistema eficaz de gobierno corporativo dentro de una sociedad determinada, contribuye a generar el grado de confianza necesario para el funcionamiento correcto de una economía de mercado. En consecuencia, el costo de capital se reduce y se incita a las empresas a utilizar sus recursos de forma más eficiente, potenciando así el crecimiento (OCDE, 2004). Teniendo en cuenta que “la información financiera suministrada por los directivos a los propietarios, a los mercados y al público en general, para que sea útil para la adopción de decisiones y el control de la actuación de las sociedades, debe estar dotada de un atributo esencial, cual es el de su credibilidad. Para conseguir ésta es preciso que la empresa sea gobernada con buenas prácticas” (Cañibano, 2004). Ambas explicaciones coinciden que la importancia del buen gobierno guarda relación con la transparencia en la información proporcionada a los inversionistas, con el crecimiento y con la valoración de la empresa.

La calidad del buen gobierno corporativo ha sido medida a través de los índices formulados por muchísimos autores. Algunos se han basado en el trabajo de Gompers, Ishii y Metrick (2003)⁸², tal es el caso por ejemplo de Bebchuk, Cohen y Ferrell, 2004, 2009; Cremers y Nair, 2005; Padgett y Shabbir, 2005, 2008; Pérez de Toledo, 2007; Bhagat y Bolton, 2008; Bebchuk, Cohen y Wang, 2011, 2013. Los índices se refieren a las empresas de un solo país, aunque no pocos autores han realizado estudios referidos a conjuntos de países (por ejemplo estudios, en 1998, 2000 La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny referido a 49 países; en 2004 Klapper y Love referido a 14 países; en 2004 Bauer, Gunster y Otten, referido a 15 países; en 2004 Doidge, Karolyi y Stulz, referido a 40 países; en 2005 Durnev y Kim, referido a 27 países; en 2007, Aggarwal, Erel, Stulz y Williamson, referido a 23 países; en 2008 Blom y Schauten, referido a 17 países; en 2008 Djankov, La Porta, López-

⁸² Gompers, Ishii y Metrick, en 2010, critican el índice de los derechos de los accionistas, resaltan la característica de dos clases de acciones como un mejor indicador, indicando que existe mayor revelación de información sobre el mismo.

de-Silanes y Shleifer, referido a 72 países; en 2010 Ammann, Oesch y Schmid, referido a 22 países o en 2010 Renders, Gaeremynck y Sercu, referido a 14 países). Cuando el índice se construye con distintos alcances los estudios son difícilmente comparables (Love, 2011). El trabajo interpaíses se dificulta cuando estos tienen sistemas legales diferentes, mercados de capitales con distintas características, o disposiciones de gobierno corporativo no comparables.

Es importante que los índices utilizados para medir la calidad del gobierno corporativo sean comparables, es decir, que se refieran al mismo contenido y que tengan las mismas ponderaciones otorgadas a los componentes del indicador. Las ponderaciones utilizadas deben ser consistentes con las ponderaciones utilizadas por los participantes del mercado en la evaluación de la relación entre el gobierno corporativo y el desempeño de la empresa, para establecer la correcta relación entre estos conceptos (Bhagat y Bolton, 2008).

Además, se puede dudar de la construcción del índice, que no abarque todos los temas de gobierno corporativo (Langebaek y Ortiz, 2007). El índice puede ser amplio o solamente limitarse a uno o unos pocos aspectos específicos del mismo (Love, 2011). No existe una sola manera para medir la calidad del gobierno corporativo, basta observar los distintos índices construidos que han sido presentados en el estudio referido al cumplimiento en las sociedades chilenas de los principios de gobierno corporativo OCDE. No hay consenso sobre cómo medirlo (Ammann et al., 2010). Un índice construido con escala binaria no muestra una significativa relación entre gobierno y rendimiento, como ocurre con un índice que incorpora la explicación del incumplimiento de las disposiciones del código (Arcot y Bruno, 2007).

Desde hace muchos años se puede observar, a través de los distintos estudios referidos a gobierno corporativo, que se persigue establecer la relación existente entre el cumplimiento de distintas disposiciones de buen gobierno y cómo éste afecta al valor de las empresas en el mercado (Black, 2001; Weir, Laing y McKnight, 2002; Gompers et al., 2003; Klapper y Love, 2004; Bauer et al., 2004; Bebchuk et al., 2004; Doidge et al., 2004; Drobetz, Schillhofer y Zimmermann, 2004; Cremers y Nair, 2005; Durnev y Kim, 2005; Lefort y Walker, 2005; Padgett, y Shabbir, 2005; Beiner, Drobetz, Schmid y Zimmermann, 2006; Black, Jang y Kim, 2006a; Brown y Caylor, 2006; Chong y López-de-Silanes, 2006; Aggarwal et al., 2007; Langebaek y Ortiz, 2007; Pérez de Toledo, 2007; Silveira, Leal,

Carvalho-da- Silva y Barros, 2007; Bhagat y Bolton, 2008; Clacher, Doriye, y Hillier, 2008; Djankov et al., 2008; Garay y González, 2008; Shabbir y Padgett, 2008; Brown, Lee, Owen y Walter, 2009; Ammann et al., 2010; Pérez de Toledo, 2010; Renders et al., 2010; ;Bebchuk et al., 2011, 2013; Lama, 2012; Black, De Carvalho y Gorga, 2012a; Black y Kim, 2012; Black, Kim, Jang y Park, 2012b).

La mayor confianza de los inversionistas en que los accionistas mayoritarios tendrán limitaciones para expropiar los flujos de caja de la empresa, es considerada la causa que aumentaría el valor de la empresa (Garay y González, 2008). El mercado premia a las empresas que adoptan buenas prácticas de gobierno corporativo (Leal y Carvalho-da-Silva, 2005; Chong y López-de-Silanes, 2006; Garay y González, 2008; Coloma, La Tercera 2012b), esto podría ser un incentivo para su mejor implementación (Garay y González, 2008). Los inversionistas convierten las mejores prácticas de gobierno corporativo en un mejor acceso al capital para las empresas (Lefort y Walker, 2005).

Otros autores han postulado que la competencia en el mercado de producto actúa como sustituto del gobierno corporativo, presionando a los administradores por la maximización del valor de la empresa (Ammann, Oesch y Schmid, 2013), concluyendo que el gobierno corporativo aumenta significativamente el valor de la empresa, solamente en industrias no competitivas y refiriéndose a países de la Unión Europea.

El objetivo de este trabajo es estudiar la relación entre la calidad de las prácticas de gobierno corporativo y el valor de la empresa en las sociedades chilenas que cotizan sus valores en la Bolsa, se espera que la relación sea positiva y significativa.

Este estudio ha sido organizado como sigue: Primero se presenta el marco teórico que revisa la relación entre la calidad de gobierno corporativo y el valor de la empresa, luego se presenta la metodología, a continuación el análisis de los datos y los resultados, finalmente se exponen las conclusiones.

4.4.2 Marco Teórico

Los trabajos que estudian la relación entre gobierno corporativo y el valor de la empresa son innumerables, y resulta difícil identificarlos a todos. En 2011, Love destacó que parte de la literatura se ha centrado en cuantificar esta relación, sea a nivel de país o de grupos

de países, fue más allá preguntándose por la naturaleza de la causalidad de ella, es decir, ¿es el mejor gobierno que conduce a un mayor valor de la empresa o es lo contrario? Establecer si existe un fuerte vínculo entre gobierno y valoración justifica el esfuerzo de empresas y autoridades para fortalecerlo con el fin de mejorar el rendimiento. Anteriormente, en 2006, Brown y Caylor también abordaron la cuestión de si un mejor gobierno aumenta la valoración de la empresa o de si las empresas más valoradas optan por un mejor gobierno.

La mayoría de los autores encuentran una relación fuerte y positiva entre el buen gobierno corporativo y algunas medidas de valoración o de desempeño (basadas en cifras contables o en información del mercado). Estas variables se relacionan, sin embargo, existe un problema de endogeneidad (Love, 2011), el gobierno corporativo es propenso a desarrollar ésta (Black, 2001), depende de las características específicas de la empresa, de su entorno y de las condiciones de mercado (Love, 2011; Benavides, 2012). Por otra parte, es posible que sean prácticas de gobierno que se constituyen solamente en señales y no en verdadera mejora del mismo, o bien se trate de causalidad inversa (Silveira et al. 2007) o de diferencias óptimas, las que causen el efecto sobre el valor de la empresa (Black, Jan y Kim, 2006b; Black et al., 2012b). No hay consenso en el tema de la causalidad. Otros encuentran poca o ninguna capacidad de importantes índices comerciales, para predecir el valor de la empresa o el rendimiento de la misma (Daines, Gow y Larcker, 2009).

En 2002, Börsch-Supan y Köke distinguieron cuatro categorías de problemas econométricos que deben resolverse a fin de inferir los efectos causales de gobierno corporativo: causalidad inversa, omisión de variables, selección de la muestra, y error de medición en las variables. Otros autores han identificado como posibles causales de la endogeneidad a: las oportunidades de crecimiento (Klapper y Love, 2004; Chong y López-de-Silanes, 2006); las posibles variables omitidas (Gompers et al., 2003; Klapper y Love, 2004; Lefort y Walker, 2005, 2007; Black et al., 2006b; Black et al., 2012b); la naturaleza de activos, los flujos de caja de la empresa, el tamaño de la empresa, la antigüedad de la empresa (Chong y López-de-Silanes, 2006); el tamaño de la muestra o los datos limitados, y las diferencias en la estructura de gobierno elegida por las empresas (Black et al., 2012b).

El índice de gobierno puede haber sido medido con error, el valor de mercado está basado en precios cotizados para acciones no controladoras y no captura beneficios privados de

control (Black et al., 2012a). En un estudio en que se omite algunas variables económicas que predicen el gobierno corporativo y el precio de la acción, mal podría concluirse que ambas variables se asocien directamente (Lefort y Walker, 2005).

Otros autores han detectado y abordado explícitamente el tema de la endogeneidad y la han medido utilizando el test de Hausman (por ejemplo, Lefort y Walker, 2005; Black et al., 2006b; Beiner et al., 2006; Shabbir y Padgett, 2008; Pérez de Toledo, 2010; Black et al., 2012b). Por el contrario, otros simplemente no consideran la posibilidad de existencia de la endogeneidad, tal es el caso de Bauer et al., 2004; Doidge et al., 2004; Cremers y Nair, 2005; Bebchuk et al., 2011, 2013 o consideran que por las características del país (China) no es un tema importante (Bai, Liu, Lu, Song y Zhang, 2003).

La endogeneidad de las variables puede ser disminuida con algunos métodos tales como: efectos fijos, variables instrumentales, modelos dinámicos de datos de panel, interacción con las características a nivel de la industria, uso de un evento exógeno que tiene impacto diferencial en distintos grupos de empresas (por ejemplo, cambio en regulaciones) y aplicando directamente otras pruebas de endogeneidad (Love, 2011).

En los resultados obtenidos también puede influir la naturaleza de los datos utilizados, es decir si son datos del mercado o son datos contables. Por ejemplo, Love (2011) encuentra que la relación entre gobierno y desempeño operativo (datos contables) parece ser algo más débil y más inestable que la relación entre el gobierno y la valoración de mercado. Posiblemente se deba a que la información contable está referida a empresas de distinto tamaño, a cifras expresadas a valores absolutos muy dispares, diferencias que algunos autores superan aplicando logaritmo o bien expresando los datos como porcentajes.

Sin haber agotado el tema acerca de la existencia de endogeneidad entre las variables de gobierno corporativo y valor de la empresa, continuamos revisando a manera ilustrativa algunas experiencias referidas al estudio de la relación entre éstas.

En 2004, Alves y Mendes mediante el uso de un modelo multifactorial concluyeron que existe una relación positiva entre el cumplimiento de algunas de las recomendaciones de la Comisión del Mercado de Valores Portugués y los rendimientos anormales determinados para las empresas. Estos investigadores encuentran que, diferentes grupos de

recomendaciones muestran efectos opuestos, por lo que el impacto final y global de las recomendaciones no es significativo.

En 2004, Fernández, Gómez y Cuervo estudiaron la reacción del mercado a los anuncios de cumplimiento del código de buenas prácticas realizados por las empresas españolas, cotizadas en la Bolsa de Madrid por el período 1998-2000, concluyendo que responde positivamente. Tal respuesta se ve reflejada en los retornos anormales positivos experimentados por las empresas que anuncian la aprobación de un reglamento interno de conducta, de nuevos estatutos en que se incluyen las disposiciones fundamentales establecidas en el código.

En 2006, Goncharov, Werner y Zimmermann concluyeron que el grado de cumplimiento del Código de buenas prácticas, en las empresas alemanas cotizadas en el DAX 30 y MDAX, tiene efecto en la valuación de valores. Estos autores expresan que el mercado de capitales encuentra significativo este cumplimiento y presiona a las empresas a adoptar el Código.

En 2008, Chidambaran, Palia y Zheng estudiaron el impacto de los cambios de gobierno en el desempeño futuro de la empresa, también controlan la causalidad inversa, concluyendo que el mejor gobierno no da lugar a un mejor rendimiento. Para abordar el tema de la endogeneidad entre gobierno y rendimiento utilizan un enfoque que según Love (2011) se denomina “diferencia en diferencia”, consiste en usar un cambio en leyes o regulaciones que afectan relativamente más a unas que a otras empresas. Utilizan una muestra de compañías de Estados Unidos, separando entre aquellas empresas con grandes cambios positivos de gobierno y aquellas con grandes cambios negativos, concluyendo que en cualquier sentido se produce efecto sobre el rendimiento de la empresa. También expresan que cada mecanismo de gobierno está relacionado con las características de la empresa.

En 2009, Chhaochharia y Laeven estudiaron 23 países distinguiendo entre las disposiciones de gobierno corporativo que son exigidas legalmente de aquellas que son adoptadas voluntariamente. Concluyen que el mercado premia a las empresas que están dispuestas a adoptar las buenas prácticas de gobierno corporativo más allá de aquellas exigidas por las leyes o prácticas en el país de origen.

En 2009, Cremers y Ferrell detectaron que la negativa relación entre menores derechos de los accionistas (índice G) y el valor de la firma surge después de la aprobación judicial de algunos mecanismos de defensas frente a la toma de control (por ejemplo. poison pill o píldora de veneno). Estudiaron la causalidad inversa, es decir si las empresas de menor valor tienden a adoptar más disposiciones del índice G, concluyendo que esta relación es débil (2009, 2013).

En 2010, Ammann et al. estudiaron la relación entre el gobierno corporativo a nivel de la empresa y la valoración de la misma, para 22 países desarrollados, utilizando tres índices de gobierno corporativo (simple proporción del cumplimiento de 64 atributos de gobierno corporativo; inclusión de los atributos para los cuales no hay información en la empresa, expresado con valor 0; uso de componentes principales), encontrando que para todos ellos se presenta una significativa y positiva relación con la valoración de la empresa.

En 2010, Benavides y Mongrut probaron las hipótesis de que, existe un mejor rendimiento y un mayor apalancamiento tras la emisión de un código. Señalando que los resultados sugieren que a través de la introducción de un código las partes controladoras se autorregulan, reduciendo sus beneficios privados y/o la expropiación de las partes no controladoras. Todo ello se materializa en la mayor disponibilidad de fondos para las empresas en los mercados de capitales.

En 2010, Cuñat, Gine y Guadalupe, estudiaron el efecto que tiene el voto y aprobación de disposiciones de gobierno corporativo en el valor de mercado de empresas estadounidenses, por un período de 10 años mostrando que, en promedio, el mercado reacciona con rentabilidades anormales positivas en torno al 1,3% en el día de la votación.

En 2011, Bebchuk et al. detectaron que la correlación entre retornos anormales de las acciones y el índice de gobierno corporativo, establecida anteriormente por otros autores y ellos mismos, no se mantuvieron en los años 2000 a 2008. Señalan que la desaparición de esa correlación se debe, a que los participantes del mercado aprendieron a diferenciar las calificaciones de las empresas en materia de gobierno corporativo, así como la calidad de los índices que lo miden. La mejora en la performance asociada al buen gobierno corporativo queda incorporada de manera regular en el precio de mercado, en el mayor valor de la empresa.

En 2012, Bae, Baek, Kang y Liu, que además incluyeron en la muestra a Chile, estudian la importancia de la expropiación al inversionista minoritario en la vinculación entre gobierno corporativo y valor de la empresa, utilizando la experiencia de las empresas de Asia Oriental y América Latina durante la post-crisis. Concluyen que las empresas con débil gobierno corporativo sufren más en períodos de crisis porque los incentivos de expropiar a los accionistas minoritarios tienden a aumentar a medida que el retorno esperado de la inversión cae.

En 2012, Black y Kim relacionaron el tamaño de la empresa con el efecto en el valor de la misma, cuando se adoptaron prácticas de gobierno corporativo requeridas legalmente, concluyendo que los inversionistas coreanos valoraron las reformas cuando se adoptaron y que las compañías que luego adoptaron reformas de gobierno corporativo también aumentaron su valor en el mercado. Anteriormente Black et al. (2012b) encontraron que el índice de gobierno corporativo de Corea (KCGI) predice el valor de la empresa (medido por q de Tobin), especialmente por el sub índice de Estructura del Consejo.

En 2012, Bozec y Bozec presentaron el resumen de los trabajos de aproximadamente 48 autores agrupados por economías emergentes, europeos, canadienses y estadounidenses. Señalando que, en general, los autores concluyen que la existencia de un gobierno corporativo robusto está asociado a una alta valoración de la empresa (Gompers et al., 2003; Cremers y Nair, 2005; Core, Guay y Rusticus, 2006; Bebchuk et al., 2009; Ammann et al., 2010; Black et al., 2012b).

En 2012, Lama frente al estado de deterioro de la calidad de gobierno corporativo en las empresas australianas, investigaron el impacto de esto en las medianas empresas, concluyendo que la calidad del gobierno afecta al rendimiento de los accionistas.

En 2013, Pérez de Toledo y Bocatto estudian la relación entre disponibilidad de efectivo de la empresa y calidad de gobierno corporativo y su efecto sobre el valor de mercado de las empresas españolas. Concluyen que los inversionistas, valoran más cada unidad de dinero disponible en efectivo en el caso de las empresas con buen gobierno corporativo y pagan una prima mayor por ellas, lo que aumenta frente a las oportunidades de crecimiento de la entidad.

Algunos autores, como Gutiérrez y Pombo (2007) no estudian la relación entre el índice de gobierno corporativo y el valor de la empresa, vinculando este último con la propiedad corporativa y otras variables de control. Otros, no encuentran una relación significativa entre buen gobierno y valor de la empresa (Langebaek y Ortiz, 2007) argumentando que la posible causa es que los inversionistas no le dan mayor importancia a las variables de gobierno corporativo para tomar las decisiones.

La revisión bibliográfica nos ha permitido observar que, en la mayoría de los casos se llega a establecer una relación positiva y significativa entre gobierno corporativo y valor de la empresa y en ese orden de causalidad. Algunos autores que utilizan índices que miden “no cumplimiento” de las disposiciones, en que el mayor valor del índice indica pobre gobierno corporativo, encuentran que la relación es negativa y significativa (por ejemplo, Gompers et al., 2003; Bebchuk et al., 2004; Doidge et al., 2004; Padgett y Shabbir, 2005; Shabbir y Padgett, 2008, para el valor de empresa medido como retorno total de accionista); Cremers y Ferrell, 2010; Bebchuk et al., 2011, 2013; Benavides, 2012 (para las empresas no financieras). Aunque, se presenta el caso en que no se encuentra relación entre el índice de gobierno corporativo y la performance de la empresa (Price, Roman y Rountree, 2011).

En base a esos antecedentes bibliográficos postulamos la siguiente hipótesis de trabajo:
En el mercado de capitales chileno, el buen gobierno corporativo basado en las disposiciones de la OCDE, medido mediante un índice de cumplimiento, está relacionado positivamente con el valor de la empresa.

4.4.3 Metodología

La Contabilidad entendida como “un conjunto de prácticas que afectan al mundo en que vivimos, al tipo de realidad social en que habitamos, a la forma en que entendemos como elegir en el ámbito mercantil y como gestionar y organizar actividades y procesos de distinta naturaleza, así como también a la manera en que administramos nuestras vidas y las de los demás” (Cañibano, 2009). La adopción en Chile de las Normas Internacionales de Información Financiera, emitidas por el IASB, ha producido cambios significativos en las organizaciones, afectando la toma de decisiones en materia de inversión, financiamiento, operaciones y definición de políticas y criterios contables. Por ello, no constituyen datos homogéneos y de igual naturaleza, ni son comparables aquellos reconocidos y revelados antes de adopción de NIIF y después de acontecida ésta.

4.4.3.1 Período de estudio

El período estudiado comprende los años 2001 al 2008, cuyo inicio se enmarca en la emisión de normas tendientes a fortalecer el gobierno corporativo, concretamente la Ley de Oferta Pública de Adquisición de Acciones (Ley N° 19.705 promulgada en diciembre 2000) y el término queda determinado por el fin para algunas empresas de la preparación y presentación de los estados financieros bajo Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA), ya que en Chile a partir del año 2009 se hizo obligatoria la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Además, en octubre del año 2009 se promulgó la Ley N° 20.382, que introduce perfeccionamientos a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas, con vigencia a partir del 1° de enero de 2010. De las empresas de la muestra seleccionada, 53% adoptó las NIIF en 2009 y el 47% restante lo hizo a partir del año 2010.

4.4.3.2 Muestra

La muestra se constituye por 55 empresas chilenas, que presentaron al menos una cotización en la última quincena de diciembre de cada año del período 2001-2008 y representan aproximadamente el 23% del total de empresas que cotizaban al mes de noviembre de 2011 en la Bolsa de Comercio de Santiago, excluidas las empresas financieras, dado que éstas son empresas reguladas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF). De las empresas estudiadas aproximadamente el 43% pertenece al IPSA⁸³; aproximadamente el 24% ha emitido ADR, en promedio el principal accionista posee el 45% de la propiedad y alrededor de un 50% de las empresas tienen un activo total sobre los M\$ 330.000.000 (M US\$ 699.078).

En Chile se concentra, en promedio, el 45% de la propiedad en solo un accionista principal. La mayor concentración de propiedad constituye una excepción entre aquellos que adoptan un sistema legal inspirado en el código francés (Chong y López de Silanes, 2006), posteriormente en 2007, dirían que Chile, pertenece a la familia del derecho civil francés, al igual que el resto de América Latina, y comparte muchas de las características geográficas, políticas, y económicas de otros países de la región. El Código Civil chileno se basa en el Código francés (Guzmán-Brito, 2004). Chile, posiblemente tenga alta concentración de

⁸³ IPSA Índice de Precios Selectivo de Acciones, es la selección de las 40 sociedades con mayores montos transados en la Bolsa de Comercio de Santiago.

propiedad, porque la riqueza pertenece principalmente a unas pocas familias por ejemplo, Paulmann, Solari, Angelini, Matte, Saieh, Fernández León, Cueto (CEEN, 2013).

4.4.3.3 Variables utilizadas

En este trabajo se incorporan algunas de las variables consideradas por distintos autores, que estudian la relación entre valor de la empresa y calidad de gobierno corporativo, sin tomar en cuenta un modelo completo en particular. Se ha observado que Lama (2012) utiliza variables de control, con el propósito de disminuir las posibilidades que las relaciones observadas sean espurias.

4.4.3.3.1 Valor de la Empresa

En otros estudios el **valor de la empresa** ha sido medido de distintas maneras, usando ROE, ROA, siendo más utilizada la q de Tobin, que según algunos autores mide las oportunidades de crecimiento de las empresas (Fama y Barros, 2000; Weir et al., 2002), las expectativas del mercado sobre los ingresos futuros (Bebczuk, 2005), la captura de los efectos de las estrategias de inversión de la empresa (Haat, Rahman, Hamid y Mahenthiran, 2006).

En la vinculación del índice de gobierno corporativo con la valoración de la empresa, han utilizado la q de Tobin medido en base a datos contables y al valor de mercado de las acciones comunes⁸⁴ (Doidge et al., 2004; Klapper y Love, 2004; Durnev y Kim, 2005; Lefort y Walker, 2005; Klein, Shapiro y Young, 2005; Beiner et al. 2006; Black et al., 2006a, 2006b; Chong y López de Silanes, 2006; Gutiérrez y Pombo, 2007; Silveira et al., 2007; Clacher et al., 2008; Garay y González, 2008; Shabbir y Padgett, 2008; Ammann et al., 2010; Renders et al. 2010; Black et al., 2012a; Black et al, 2012b; Black y Kim, 2012), ha agregado las acciones preferentes a valor de liquidación⁸⁵ (Pérez de Toledo, 2007). Otros han incorporado los impuestos diferidos⁸⁶ (Gompers et al., 2003; Bauer et al., 2004; Bebchuk et al., 2004; Cremers y Nair, 2005; Brown y Caylor, 2006; Bhagat y Bolton, 2008; Bebchuk

⁸⁴ Q de Tobin = (Valor de mercado del patrimonio + total de deudas)/Total activo, o bien expresado como = (Valor libro total activos- valor libro del patrimonio + valor de mercado del patrimonio)/Valor libro del total de activos.

Q de Tobin = (Valor libro deuda+valor libro de acciones preferentes+valor de mercado de acciones comunes)/Valor libro de activos.

⁸⁵ Q de Tobin = [Valor de mercado del patrimonio + valor de liquidación de acciones preferentes + (deudas corto plazo – activos corto plazo) + valor libro deudas largo plazo]/Valor libro total activos.

⁸⁶ Q= [Valor libro activos+ valor de mercado de acciones comunes - (valor libro de acciones comunes+ impuestos diferidos)]/Valor libro activos.

et al., 2011, 2013). O simplemente, utilizando la información que produce y publica diariamente la Bolsa de Valores que corresponde al valor de mercado del patrimonio, sobre su valor en libros (Langebaek y Ortiz, 2007).

Algunos autores encuentran entre algunas disposiciones de gobierno corporativo con el retorno del patrimonio (ROE) y con el retorno de los activos (ROA) una relación significativa y positiva (Brown y Caylor, 2009).

Al estudiar la relación entre calidad de gobierno corporativo y valor de la empresa, se utiliza el ROA como variable de control y proxy de la rentabilidad (Langebaek y Ortiz, 2007; Pérez de Toledo, 2010) que encuentra una alta y positiva correlación con q de Tobin. En cambio, otros autores la utilizan como variable dependiente representativa del rendimiento de la empresa (Renders et al., 2010; Benavides, 2012; Lama 2012). Por otra parte, Benavides (2012) concluye que la alta calidad del gobierno corporativo en las empresas colombianas tiene un efecto positivo en la rentabilidad de los activos, y aunque exista alta concentración de la propiedad diferentes partes interesadas (stakeholders) reciben mayores beneficios.

Otros autores miden el valor de la empresa utilizando la Capitalización de mercado (Black, 2001), concepto que proporciona el valor de mercado, es decir, ese que estiman los inversionistas en base a sus expectativas en el momento de cotización, aunque otros la utilizan como variable para medir el tamaño (Larcker, Richardson y Tuna, 2007; García, García y Peñalva, 2009; Pérez de Toledo, 2010; Black y Kim, 2012) o bien como una característica financiera para estudiar a grupos de empresas frente a cambios en la regulaciones del mercado de valores (Chhaochharia y Grinstein, 2007) o de cara al cumplimiento del gobierno corporativo de empresas extranjeras respecto de empresas norteamericanas (Aggarwal et al., 2007) o utilizándola como una variable independiente que explica el exceso del retorno de las acciones en el mercado de capitales español (Pérez de Toledo y Bocatto, 2013) o como una variable de control (Bebchuk et al., 2013) aplicando logaritmo natural (Renders et al., 2010).

Por otra parte, tenemos que Drobetz et al. (2004) establecen una relación positiva y significativa entre la capitalización de mercado y el índice de rating de gobierno corporativo (CGR). Además, Padgett y Shabbir (2005) plantean que el valor de mercado del patrimonio constituye posiblemente una mejor medida, que podría reflejar mejor las percepciones que

los inversionistas tienen de las mejoras en el cumplimiento de las buenas prácticas del gobierno corporativo. Y teniendo en cuenta, que la mejora en la performance asociada al buen gobierno corporativo queda incorporada de manera regular en el precio de mercado (Bebchuk et al., 2013), hemos utilizado el valor de mercado para medir el valor de la empresa (se ha aplicado logaritmo natural). La aplicación de logaritmo reduce la asimetría, los valores atípicos y aumenta la normalidad de los datos (Lama, 2012).

Además, se justifica el uso de esta variable para medir el valor de la empresa, ya que el conjunto de entidades que constituyen la muestra tienen, a través de los años del período estudiado, un patrimonio bursátil que representa en promedio un 36% del total del mercado chileno.

4.4.3.3.2 Logaritmo natural del activo total (ln activo)

En el estudio se ha incluido la variable **logaritmo natural del activo total** (ln activo) representativa del tamaño de la empresa. Las empresas más grandes disponen de mayores recursos para desarrollar y mantener una mejor estructura de gobierno corporativo (Lama, 2012). Al relacionar esta variable y la q de Tobin algunos autores encuentran que se vinculan negativa y significativamente (Klein et al., 2005; Beiner et al., 2006; Black et al., 2006a, 2006b; Brown y Caylor, 2006; Ammann et al., 2010; Cremers y Ferrell, 2010; Black et al., 2012b), interpretando algunos de ellos (Black et al., 2006a,b; Black et al., 2012b) que a las empresas de mayor tamaño se les hace más difícil convertir los activos en valor de mercado. Otros autores han encontrado entre ln activo y q de Tobin una relación negativa pero no significativa (Black et al., 2012a). Por el contrario, otros autores han encontrado una relación positiva pero no significativa (Clacher et al., 2008). En Chile, en 2005, Lefort y Walker encuentran relación positiva entre Log valor de mercado de los activos con q de Tobin.

En otros casos, siempre refiriéndonos a la relación entre ln activo y valor de la empresa, la variable que mide este último o la performance es distinta a q de Tobin, Vander Bauwhede (2009) encuentran una relación negativa y significativa con las variables que miden performance (ROA, Margen de utilidad sobre ventas). López y Lima (2010) encuentran para la muestra total, una relación negativa para el ratio valor de mercado a valor libro del patrimonio y positiva para el ratio valor mercado a valor libro de los activos. Benavides (2012) separa la muestra en empresas financieras y no financieras, encuentra para la

muestra total una relación positiva y significativa con el valor de la misma (medido con Ebit/Ingresos, Utilidad neta/Ingresos, Utilidad neta /activos, Utilidad neta/patrimonio). Lama (2012), que mide el tamaño de la empresa como el total de activos, encuentra una relación positiva y significativa con las variables usadas para medir performance (ROA, ROE, rendimiento mercado accionario). Pérez y Bocatto (2013) encuentran una relación positiva y significativa con el ratio calculado entre el valor de mercado de los activos y el valor libro de los activos.

4.4.3.3.3 Dividendos (payout)

En el estudio también se ha incluido la variable **dividendos (payout)** para vincularla con el valor de la empresa, esto basado en que el mercado reacciona a los cambios de dividendos (Grullon, Michaely y Swaminathan, 2002), por lo tanto, el reparto y pago de dividendos puede influir sobre la cotización de las acciones a la fecha de medición del valor de mercado. A una mayor tasa de crecimiento, menor distribución de dividendos en el período actual, menor valor de la acción en el mercado (Gordon, 1959). Los dividendos están relacionados positivamente con el valor de la empresa cuando no hay oportunidades de crecimiento, porque limita el acceso de los administradores a los flujos libres de caja (López y Lima, 2010). Por otra parte, el mejor nivel de prácticas de gobierno corporativo está relacionado positivamente con q de Tobin, con ratio valor mercado/valor libro, con desempeño y con pago de dividendos, lo mismo ocurre entre este último y el valor de la empresa (Chong y López-de-Silanes, 2006).

4.4.3.3.4 Concentración de la Propiedad

Al abordar la relación entre la **concentración de la propiedad** en pocos accionistas y el valor de la empresa encuentran una relación significativa y negativa (Ammann et al., 2010; Pérez de Toledo, 2010), aunque esta última autora encuentra además que la propiedad en manos de los miembros del Consejo presenta una relación positiva, que entiende como evidencia de la convergencia de intereses. La alta concentración crea otro problema de agencia, el riesgo de expropiación de los accionistas minoritarios por parte de los controladores (Chong y López-de-Silanes, 2006). Cuando se considera la propiedad extranjera se observa una relación positiva y significativa con el $\ln q$ de Tobin (Black y Kim, 2012; Black et al., 2012b), ocurriendo todo lo contrario con la propiedad mantenida por accionistas controladores o miembros de familia (Black y Kim, 2012). Cuando se incorpora la titularidad por el mayor accionista como una medida de posesión de información

privilegiada (Black et al., 2012a) la relación con q de Tobin es positiva y no significativa. Posiblemente, el hecho que la relación sea en unos casos negativa y en otros positiva pueda estar explicado con el hallazgo de López y Lima, 2010, inicialmente la concentración de propiedad mejora el valor de la mayoría las empresas, sin embargo pasado un límite, en empresas con oportunidades de crecimiento aumenta el riesgo de expropiación para los accionistas minoritarios. Aunque Demsetz y Villalonga (2001) no encuentran que exista relación significativa entre la estructura de propiedad (propiedad 5 mayores accionistas, propiedad de los administradores) y el valor de la empresa medido como q de Tobin, encuentran que hay una relación endógena entre ellas.

4.4.3.3.5 Propiedad del inversionista institucional (AFP)

También se incluye como variable independiente a la **Propiedad del inversionista institucional (AFP)**, por el importante rol que les compete a los Administradores de Fondos de Pensiones en el cuidado de los recursos invertidos y en su participación como accionistas minoritario; la influencia para afectar las decisiones en casos chilenos como La Polar en 2011, Enersis en 2012, y Empresas Cascadas en 2013, además de la positiva y significativa relación encontrada entre la propiedad de las AFP con el valor de la empresa, en una muestra de empresas chilenas por Pizarro, Mahenthiran, Cademartori y Curci (2007). En el contexto de la alta concentración de propiedad que predomina en América Latina los inversionistas institucionales juegan un rol importante en el mejoramiento del gobierno corporativo a nivel de políticas de empresas, contribuyendo a la protección de los intereses de accionistas minoritarios y al mayor valor de las empresas (OCDE, 2011).

4.4.3.3.6 ADR

Además, se incorpora como variable la emisión de American Depository Receipts (**ADR**), proxy del interés de los inversionistas extranjeros, la liquidez y una mayor revelación (Black et al., 2012a), encontrando que la relación con q de Tobin es positiva (Ammann, Oesch y Schmid, 2011; Black et al., 2012b).

4.4.3.3.7 Deuda y Leverage

Otras variables utilizadas para explicar el valor de la empresa se relacionan con la **deuda**, específicamente con el apalancamiento financiero, considerado como un indicador del nivel de endeudamiento de una organización en relación con su patrimonio o con su activo. De esta manera encontramos que existen autores que utilizan el **leverage**, definiéndolo a

través del ratio *Deuda/Patrimonio a valor de mercado* (Klein et al., 2005; Black y Kim, 2012; Black et al., 2012b); o del ratio *Deuda/Patrimonio a valor libro* (Renders et al., 2010); o del ratio *Deuda/Activos a valor de mercado* que corresponde a Deuda dividido por Total deuda + Patrimonio a valor de mercado (Perez de Toledo y Bocatto, 2013); y otros refiriéndose al ratio *Deuda/Total de activo a valor libro* (Padgett y Shabbir, 2005; Ammann et al., 2010; Benavides y Mongrut, 2010; López y Lima, 2010; Bebchuk et al., 2011; Black et al., 2012a; Bebchuk et al., 2013), llegando de esta forma a determinar valores que no son en todos los casos comparables. Se encuentran distintas relaciones del leverage con el valor de la empresa, negativa (Klein et al., 2005; Pérez de Toledo, 2005; Shabbir y Padgett, 2008; Benavides, 2009; Ammann et al., 2010; Benavides y Mongrut, 2010; Renders et al., 2010; Black y Kim, 2012; Pérez de Toledo y Bocatto, 2013), positiva (Chong y López-de-Silanes, 2006; Gutiérrez y Pombo, 2007; Clacher et al., 2008; Black et al., 2012b; Black et al., 2012a) y doble relación, es decir, negativa y positiva (López y Lima, 2010) quienes señalan que la relación es negativa en el caso de las empresas con oportunidades de crecimiento y la relación es positiva en el caso contrario. En las empresas con mayor apalancamiento existe mayor presión para que se alcance mayor rendimiento (Arcot y Bruno, 2007; Lama, 2012).

4.4.3.4 Definición del modelo

En concordancia al objetivo de la investigación y la literatura revisada, utilizamos un conjunto de factores determinantes del valor de la empresa para evaluar en la muestra la capacidad de generalización del modelo explicativo propuesto. Por tanto, el modelo general incluye como variable dependiente al valor de la empresa, medido a través de seis formas diferentes. Por otra parte, las variables independientes del modelo han sido elegidas a partir de las variables utilizadas en otros trabajos de investigación. Se distinguen variables que miden la calidad de gobierno corporativo (ICGC o los subíndices que lo componen), las variables de control: concentración de la propiedad en el principal accionista, participación en la propiedad de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), endeudamiento, apalancamiento, dividendos, utilidad distribuida, tamaño. Y por último, dos variables dicotómicas que caracterizan a la empresa: pertenencia al IPSA, emisión de ADR.

El modelo general que explica la relación entre el buen cumplimiento de gobierno corporativo a través del índice general (ICGC) y el valor de la empresa, en su forma funcional queda especificado por:

$$Ve_i = \beta_0 + \beta_1 * IP SA_i + \beta_2 * Conc_i + \beta_3 * AFP_i + \beta_4 * ADR_i + \beta_5 * Pay_i + \beta_6 * Deb_i + \beta_7 * Lna_i + \beta_8 * Lev_i + \beta_9 * Div_i + \beta_{10} * ICGC_i + \mu_i$$

Con el propósito de detectar cuáles son los componentes del ICGC que contribuyen a la explicación del valor de la empresa, adicionalmente, se estudia el efecto de los principios de gobierno corporativo formulando el siguiente modelo:

$$Ve_i = \beta_0 + \beta_1 * IP SA_i + \beta_2 * Conc_i + \beta_3 * AFP_i + \beta_4 * ADR_i + \beta_5 * Pay_i + \beta_6 * Deb_i + \beta_7 * Lna_i + \beta_8 * Lev_i + \beta_9 * Div_i + \beta_{10} * Pp2_i + \beta_{11} * Pp3_i + \beta_{12} * Pp4_i + \beta_{13} * Pp5_i + \beta_{14} * Pp6_i + \mu_i$$

Anteriormente, señalamos que “Valor de la empresa” es una variable que podría ser medida de distintas maneras: por valor de mercado, por rentabilidad, por oportunidades de crecimiento. En el modelo propuesto es la variable dependiente y usaremos seis formas para medirla: capitalización bursátil de la empresa por las razones antes expuestas, ROE, ROA, q de Tobin.

En el estudio, el valor de la empresa ha sido medido a través de la capitalización bursátil, concepto que se construye solamente con valores de mercado (cotización de la acción a la fecha de medición), mediante algunas medidas de “q de Tobin”, que combinan valores de mercado y de registros contables, y finalmente las medidas de rendimiento ROA y ROE que están basadas solamente en datos contables.

Algunos autores, Renders et al. (2010) usan diferentes medidas de performance, ya que otros al medir la relación de buen gobierno societario con el valor de la empresa han esperado que exista una relación positiva, sin embargo, los resultados encontrados son mixtos.

La q de Tobin es calculada de tres diferentes maneras. Q Tobin 1= (Cotización cierre/ Valor libro acción); Q Tobin 2= Valor de mercado de la empresa M\$ a fecha de cierre/ Valor del activo medio al cierre, donde Valor de mercado, corresponde a las acciones en circulación por su cotización bursátil a fecha de cierre; Q Tobin 3= (Valor libro activo al cierre – valor libro patrimonio al cierre + valor de mercado de las acciones en circulación al cierre)/ Valor libro activo al cierre. Esta última es una de las fórmulas más usada por los autores revisados (aproximadamente el 62%).

El propósito de este estudio es probar la hipótesis que en el mercado de capitales chileno, el buen gobierno corporativo basado en las disposiciones de la OCDE estaría relacionado positivamente con el valor de la empresa.

Para medir la calidad de gobierno corporativo se ha utilizado el índice autoconstruido a partir de las disposiciones de la OCDE (ICGC), y que ha sido ampliamente explicado en el estudio “Cumplimiento en las sociedades chilenas de los principios de gobierno corporativo OCDE”. El índice tiene valor entre 0 y 1, siendo 1 el nivel que refleja mayor cumplimiento y por lo tanto, revela la mejor calidad de gobierno corporativo. El índice fue desarrollado mediante un cuestionario que se completa con información pública contenida en los informes anuales de las sociedades. El índice comprende cinco de los seis principios de gobierno corporativo (subíndices Pp2 al Pp6).

En los trabajos de Díaz, Pizarro, Azúa y Silva (2008); de Silva, Pizarro, Azúa y Díaz (2008) se ha considerado como una variable significativa de gobierno corporativo a un indicador de transparencia de la información (DIS) construido en base al instrumento formulado por Haat et al. (2006) y presentado en Díaz (2007). El índice de transparencia ha sido considerado por estos autores una variable proxy de las buenas o malas prácticas de gobierno corporativo. A diferencia de esos trabajos en que se aborda básicamente aspectos comprendidos en el Principio V de Gobierno Corporativo de la OCDE (2004), en este estudio se utiliza el ICGC, que incluye todos los principios que deben ser cumplidos por las sociedades que cotizan sus valores en la bolsa, basado en los criterios esenciales formulados por la OCDE en 2006.

Se agregan variables referidas a características específicas de cada empresa que pueden afectar al valor de la misma. Las siguientes son consideradas variables de control: pertenencia al IPSA, concentración propiedad principal accionista, propiedad de inversionista institucional Administradora Fondos de Pensiones (AFP), emisor de ADR, Pay out, nivel de endeudamiento, tamaño de activo, apalancamiento financiero, dividendo pagado por acción. En la Tabla 49 se detallan las variables, indicando lo que mide cada una.

Tabla 49. Descripción de Variables

Variable	Medición	Codificación
Medición Valor de la empresa:		
Ln(Capitalización bursátil)	Logaritmo natural (número de acciones comunes suscritas y pagadas multiplicado por la cotización al cierre).	LnCap
Q Tobin 1	Cotización acción al cierre/ Valor libro acción al cierre.	Q1
Q Tobin 2	Valor de mercado de la empresa M\$ a fecha de cierre/ Valor del activo medio al cierre. Valor de mercado, corresponde al número de acciones en circulación por su cotización bursátil, a fecha de cierre.	Q2
Q Tobin 3	Valor libro activo al cierre – valor libro patrimonio al cierre+ valor de mercado de las acciones en circulación al cierre)/ Valor libro activo al cierre.	Q3
Rentabilidad del patrimonio	Utilidad o pérdida del año dividido por patrimonio al cierre.	ROE
Rentabilidad del activo	Utilidad del año dividido por el total de activo al cierre.	ROA
De control:		
Propiedad principal accionista	Porcentaje de propiedad del accionista principal de la entidad.	Conc
Propiedad inversionista institucional AFP	Porcentaje de propiedad de los accionistas que son Administradoras de Fondos de Pensiones.	AFP
Pay out	Porcentaje de la utilidad distribuida. Se expresa en forma de ratio y es el resultado de dividir los dividendos (incluye dividendos provisorios, dividendos definitivos y dividendos eventuales) por la utilidad del año.	Pay
Deuda	Nivel de endeudamiento medido como el ratio Total deuda/Total activo, al cierre.	Deb
Tamaño	Logaritmo natural del total de activos a la fecha de cierre.	Lna
Leverage	Ratio Total deuda al cierre/Valor libro del Patrimonio al cierre.	Lev
Dividendo por acción	Dividendos declarados dividido por las acciones con derecho. Son las acciones existentes al cierre del mismo período del devengamiento del resultado distribuido.	Div
Índice de Precios Selectivo de Acciones American Depository Receipts	Variable dummy. Pertenece=1; No pertenece= 0.	IPSA
	Variable dummy. Emisión ADR en el año = 1; Sin emisión ADR en el año= 0	ADR
Calidad de Gobierno Corporativo:		
Indice cumplimiento principios gobierno corporativo OCDE	Indicador de cumplimiento de gobierno corporativo, valor entre 0 y 1, siendo 1 el mayor nivel de cumplimiento. Se obtiene de la suma de los subíndices ponderados.	ICGC
Derechos de los accionistas	Sub índice principio 2 OCDE, cumplimiento de 49 criterios esenciales, valor entre 0 y 1.	Pp2
Trato equitativo de los accionistas	Sub índice principio 3 OCDE, cumplimiento de 13 criterios esenciales, valor entre 0 y 1.	Pp3
Rol stakeholders o partes interesadas	Sub índice principio 4 OCDE, cumplimiento de 4 criterios esenciales, valor entre 0 y 1.	Pp4
Transparencia y divulgación de la información.	Sub índice principio 5 OCDE, cumplimiento de 42 criterios esenciales, valor entre 0 y 1.	Pp5
Responsabilidad del Consejo	Sub índice principio 6 OCDE, cumplimiento de 70 criterios esenciales, valor entre 0 y 1.	Pp6

Las relaciones esperadas entre la variable de valor de empresa y las otras variables de control, excluidas aquellas que son dicotómicas (ADR e IPSA) se presentan en la Tabla 50.

Tabla 50. Relación esperada con la variable dependiente que mide valor de la empresa

Variable	Relación esperada	Justificación
Propiedad principal accionista	Negativa	La propiedad mantenida por accionistas controladores o miembros de familia disminuye el valor de la empresa (Black y Kim, 2012).
Propiedad inversionista institucional AFP	Positiva	La propiedad del inversionista institucional afecta el valor de la empresa (Pizarro, Mahenthiran, Cademartori y Curci, 2007).
Pay out	Positiva	Mejor nivel de gobierno corporativo está relacionado a mayor valor, mejor rendimiento y mayores dividendos pagados a los inversionistas (Chong y López-de-Silanes, 2006).
Deuda/Total activo	Negativa	Mayores costos de agencia por endeudamiento, aceptación de proyectos riesgosos o rechazo de proyectos con VAN positivo, son actividades que probablemente reducen el valor de la empresa (Dey, 2008).
Ln activo	Positiva	Definido como variable proxy del tamaño de la empresa, la encuentra positiva y significativamente asociada con proxies de rendimiento (Lama, 2012).
Leverage	Negativa	Las empresas con oportunidades de crecimiento experimentan una relación negativa entre la deuda corporativa y el valor de la empresa (López y Lima, 2010).
Dividendo por acción	Positiva	Las empresas pagan dividendos para señalar la rentabilidad futura (DeAngelo, DeAngelo y Skinner, 2000).
Índice cumplimiento principios gobierno corporativo OCDE	Positiva	El buen gobierno corporativo afecta positivamente al valor de la empresa (i.e. Renders, Gaeremynck y Sercu, 2010; Pérez de Toledo, 2010; Benavides y Mongrut, 2010; Ammann, Oesch y Schmid, 2010; Bebchuk, Cohen y Wang, 2011; Benavides, 2012; Black, De Carvalho y Gorga, 2012; Black y Kim, 2012 y Black, Kim, Jang y Park, 2012).
Pp2 Derechos de los accionistas	Positiva	Lefort, y Walker, 2005; Garay y González, 2008; Black, De Carvalho y Gorga, 2012; Black, Kim, Jang y Park, 2012.
Pp3 Trato equitativo de los accionistas	Positiva	Gompers, Ishii y Metrick, 2003.
Pp4 Rol stakeholders o partes interesadas	Positiva	Hillman y Keim, 2001; Black, De Carvalho y Gorga, 2012.
Pp5 Transparencia y divulgación de la información.	Positiva	Lefort, y Walker, 2005; Garay y González, 2008; Black, De Carvalho y Gorga, 2012; Black, Kim, Jang y Park, 2012.
Pp6 Responsabilidad del Consejo	Positiva	Lefort, y Walker, 2005; Garay y González, 2008; Black, De Carvalho y Gorga, 2012; Black, Kim, Jang y Park, 2012.

En Chile es obligación repartir al menos el 30% de la utilidad (Ministerio de Hacienda de Chile, Ley de Sociedades Anónimas, 1981).

4.4.4 Análisis de los datos y resultados

4.4.4.1 Análisis de los datos

La muestra final está compuesta por 55 empresas con 430 observaciones año-empresa, ya que se omitieron algunos años de algunas empresas por tener información incompleta de las variables en estudio. Los datos fueron obtenidos desde los informes anuales (memorias, actas y los estados financieros al cierre de los años estudiados). La información utilizada ha sido obtenida del mercado y de los estados contables financieros. La información financiera es un parámetro esencial para determinar el valor de una empresa en los mercados de capitales, y por ello se le considera un factor explicativo y alentador del desarrollo de prácticas de gestión del resultado (Cañibano y Gisbert, 2006).

En la Tabla 51 es posible observar los principales resultados del análisis exploratorio de las variables cuantitativas del estudio. Se puede apreciar que las magnitudes de las variables son heterogéneas. Entre las variables que miden el valor de la empresa, aquellas basadas en datos contables (ROA, ROE) presentan alta dispersión. En el caso de Ln Capitalización bursátil (LnCap), la curtosis menor a 0 indica alta dispersión de los datos entre el valor mínimo (22,12) y el valor máximo (30,08) y la asimetría menor a 0 indica la existencia de valores cercanos al mínimo. El resto de las variables que miden el valor de la empresa, en general, tienen alta concentración de datos en el promedio o la mediana y existen valores cercanos al valor máximo.

En las variables de control, cabe destacar que el porcentaje de concentración de propiedad del principal accionista (Conc) también presenta una alta dispersión entre el valor mínimo (6,36) y el valor máximo (98,79), y la existencia de valores cercanos al valor máximo. En el caso del porcentaje de la utilidad distribuida (Pay) aun cuando el valor mínimo es 0 y el valor máximo aproximadamente 246, hay una alta concentración de datos en torno al promedio (53%) o la mediana (50%). Cuando se trata del dividendo por acción (Div), también se presenta una alta concentración de los datos en torno a la mediana (11 pesos).

En el índice de cumplimiento de principios de gobierno corporativo OCDE (ICGC) podemos apreciar que ninguna empresa tiene pleno cumplimiento de los principios, y que los datos

presentan una alta dispersión entre el valor mínimo (0,35) y el valor máximo (0,83). Si analizamos los componentes de ICGC todos se concentran entre el promedio o la mediana con cumplimiento mayor al 0,50, excepto en Rol stakeholders o partes interesadas (Pp4) y Responsabilidad del Consejo (Pp6).

Tabla 51. Descriptiva de variables

Variable	Media	Mediana	Desv. Estándar	Curtosis	Asimetría	Mínimo	Máximo
<i>LnCap</i>	26,305	26,285	1,488	-0,158	-0,079	22,122	30,079
<i>Q1</i>	1,946	1,473	1,545	9,125	2,494	0,055	11,763
<i>Q2</i>	1,030	0,801	1,016	44,221	5,392	0,022	11,472
<i>Q3</i>	1,464	1,236	0,955	42,702	5,333	0,453	10,739
<i>ROE</i>	0,118	0,100	0,154	18,352	2,684	-0,435	1,371
<i>ROA</i>	0,061	0,050	0,074	11,616	2,131	-0,208	0,561
<i>Conc</i>	45,248	45,100	21,354	-0,377	0,380	6,364	98,790
<i>AFP</i>	7,245	3,470	8,274	-0,183	0,942	0,000	41,680
<i>Pay</i>	53,153	50,000	31,439	2,236	0,534	0,000	245,553
<i>Deb</i>	0,432	0,452	0,174	-0,158	-0,392	0,002	0,803
<i>Lna</i>	18,761	18,820	2,165	4,919	-1,463	9,171	23,034
<i>Lev</i>	1,084	0,869	0,916	8,757	2,290	0,002	7,523
<i>Div</i>	55,572	10,996	105,350	13,494	3,315	0,000	788,110
<i>ICGC</i>	0,535	0,522	0,090	-0,131	0,622	0,354	0,826
<i>Pp2</i>	0,724	0,714	0,075	0,323	-0,265	0,469	0,918
<i>Pp3</i>	0,548	0,538	0,105	0,725	1,139	0,385	0,923
<i>Pp4</i>	0,404	0,250	0,199	0,059	1,028	0,250	1,000
<i>Pp5</i>	0,672	0,667	0,077	0,753	-0,269	0,405	0,881
<i>Pp6</i>	0,325	0,257	0,154	0,175	1,047	0,114	0,843

En la Tabla 52 se puede observar las correlaciones entre las distintas variables X e Y. La variable dependiente Ln Cap Burs tiene mayor correlación con las variables del modelo propuesto, excepto con la concentración de propiedad del principal accionista (Conc), la que no contribuye a explicar el valor de la empresa. Dado que otros autores, en el contexto chileno (Lefort, 2003; Lefort y Walker, 2007; Espinosa, 2009; Espinosa y Maquieira, 2010) e internacional, a quienes nombramos al referirnos a las variables utilizadas, emplean mayoritariamente q de Tobin como variable representativa del valor de la empresa y que también están aquellos que usan ROA (Lefort y Walker, 2005; Lefort y Walker, 2007; Shabbir y Padgett, 2008; Benavides, 2009; Benavides y Mongrut, 2010; Price et al., 2011; Lama, 2012) y aquellos que utilizan ROE (Shabbir y Padgett, 2008; Benavides, 2009; Benavides y Mongrut, 2010; Lama, 2012) en este estudio se modelará considerando las seis distintas variables dependientes que hemos identificado previamente.

Tabla 52. Correlaciones entre variables dependientes (y) e independientes (x)

	LnCap	Q1	Q2	Q3	ROE	ROA
Conc	-0,0536	-0,1031 **	-0,0505	-0,0762	0,1322 ***	0,2037 ***
<i>Valor-p</i>	(0,2693)	(0,0333)	(0,2982)	(0,1162)	(0,0063)	(2,28E-05)
AFP	0,1879 ***	-0,1025 **	-0,0554	-0,0514	-0,1839 ***	-0,1744 ***
<i>Valor-p</i>	(0,0001)	(0,0344)	(0,2536)	(0,2900)	(0,0001)	(0,0003)
Pay	0,1491 ***	0,2594 ***	0,1710 ***	0,1620 ***	0,3982 ***	0,4163 ***
<i>Valor-p</i>	(0,0020)	(5,60E-08)	(0,0004)	(0,0008)	(1,23E-17)	(2,76E-19)
Deb	0,1434 ***	0,1936 ***	-0,1892 ***	-0,0192	0,1328 ***	-0,1089 **
<i>Valor-p</i>	(0,0030)	(0,0001)	(0,0001)	(0,6927)	(0,0060)	(0,0246)
Lna	0,7457 ***	-0,1326 ***	-0,3319 ***	-0,2642 ***	-0,0387	-0,1179 **
<i>Valor-p</i>	(8,61E-77)	(0,0061)	(2,06E-12)	(3,09E-08)	(0,4262)	(0,0149)
Lev	0,0829 *	0,1418 ***	-0,2049 ***	-0,0487	0,0194	-0,1761 ***
<i>Valor-p</i>	(0,0875)	(0,0034)	(2,02E-05)	(0,3159)	(0,6892)	(0,0003)
Div	0,3566 ***	0,4528 ***	0,2663 ***	0,2944 ***	0,5779 ***	0,4786 ***
<i>Valor-p</i>	(3,24E-14)	(6,34E-23)	(2,39E-08)	(5,81E-10)	(2,50E-39)	(8,96E-26)
ICGC	0,3920 ***	0,0772	-0,0355	-0,0155	0,0719	-0,0111
<i>Valor-p</i>	(4,26E-17)	(0,1115)	(0,4647)	(0,7502)	(0,1384)	(0,8197)
Pp2	0,3550 ***	-0,0676	-0,0677	-0,0887 *	-0,0835 *	-0,0939 *
<i>Valor-p</i>	(4,25E-14)	(0,1638)	(0,1630)	(0,0674)	(0,0854)	(0,0528)
Pp3	0,2169 ***	-0,0033	0,0041	-0,0069	0,0393	0,0203
<i>Valor-p</i>	(6,25E-06)	(0,9457)	(0,9336)	(0,8871)	(0,4188)	(0,6757)
Pp4	0,3094 ***	-0,0584	-0,0771	-0,0937 *	-0,0657	-0,0746
<i>Valor-p</i>	(6,65E-11)	(0,2292)	(0,1119)	(0,0533)	(0,1760)	(0,1242)
Pp5	0,3932 ***	0,0498	-0,0830 *	-0,0694	0,0493	-0,0290
<i>Valor-p</i>	(3,31E-17)	(0,3047)	(0,0872)	(0,1526)	(0,3101)	(0,5505)
Pp6	0,2918 ***	0,1272 ***	0,0001	0,0355	0,1213 **	0,0285
<i>Valor-p</i>	(8,28E-10)	(0,0086)	(0,9978)	(0,4651)	(0,0122)	(0,5569)

*, **, *** Indica significación estadística al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

En la Tabla 53 se muestran las correlaciones entre las variables independientes que presentan una relación poco importante, por tal razón han sido mantenidas en el modelo.

Tabla 53. Correlaciones entre variables independientes (x)

	Conc	AFP	Pay	Deb	Ln	Lev	Div	Pp2	Pp3	Pp4	Pp5
AFP	-0,0655 (0,1769)										
Pay	0,1473 *** (0,0023)	-0,1917 *** (6,84E-05)									
Deb	-0,1557 *** (0,0013)	-0,0282 (0,5615)	-0,0462 (0,3418)								
Ln	0,1442 *** (0,0029)	0,1562 *** (0,0012)	0,0589 (0,2253)	0,3270 *** (4,47E-12)							
Lev	-0,1657 *** (0,0006)	-0,0595 (0,2203)	-0,1082 ** (0,0255)	0,8097 *** (3,52E-100)	0,2734 *** (9,76E-09)						
Div	-0,0422 (0,3852)	0,0088 (0,8556)	0,2215 *** (0,0000)	0,1672 *** (0,0005)	0,1987 *** (3,62E-05)	0,0830 * (0,0870)					
ICGC	-0,3237 *** (7,54E-12)	0,1224 ** (0,0115)	0,0345 (0,4770)	0,1429 *** (0,0031)	0,3683 *** (3,92E-15)	0,0605 (0,2127)	0,2264 *** (2,36E-06)				
Pp2	-0,1185 ** (0,0144)	0,1045 ** (0,0311)	-0,0202 (0,6774)	-0,0867 * (0,0738)	0,2972 *** (3,87E-10)	-0,0649 (0,1812)	0,0252 (0,6034)				
Pp3	-0,1797 *** (0,0002)	0,0709 (0,1439)	0,0084 (0,8631)	-0,0190 (0,6959)	0,2134 *** (8,90E-06)	-0,0424 (0,3826)	0,0523 (0,2811)	0,5795 *** (1,43E-39)			
Pp4	-0,0919 * (0,0580)	0,1054 ** (0,0296)	-0,0110 (0,8215)	-0,0702 (0,1483)	0,3257 *** (5,49E-12)	-0,0273 (0,5747)	0,0554 (0,2542)	0,7036 *** (6,91E-65)	0,6497 *** (1,91E-52)		
Pp5	-0,2809 *** (3,62E-09)	0,0848 * (0,0805)	0,0424 (0,3825)	0,0961 ** (0,0475)	0,3967 *** (1,65E-17)	0,0583 (0,2300)	0,2745 *** (8,40E-09)	0,5713 *** (2,82E-38)	0,5268 *** (8,65E-32)	0,5487 *** (7,34E-35)	
Pp6	-0,3257 *** (5,56E-12)	0,1030 ** (0,0336)	0,0465 (0,3383)	0,2204 *** (4,40E-06)	0,2757 *** (7,19E-09)	0,1017 ** (0,0359)	0,2345 *** (9,84E-07)	0,3451 *** (2,33E-13)	0,4599 *** (1,09E-23)	0,4039 *** (3,82E-18)	0,4987 *** (3,61E-28)

*, **, *** Indica significación estadística al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

4.4.4.2 Resultados

A continuación, se presenta el análisis de los modelos resultantes del estudio entre la relación del valor de la empresa y la calidad del gobierno corporativo.

No obstante, queremos demostrar que las variables del modelo no se ven afectadas a través del tiempo, por el efecto año para lo cual se incluyen las variables D1 a D7, son variables dicotómicas que corresponden a los años 2001 al 2007, cuando todos los D_n toman valor cero, significará que estamos en presencia del año 2008. De esta manera el modelo propuesto queda como sigue

$$Ve_i = \beta_0 + \beta_1 * IPSA_i + \beta_2 * Conc_i + \beta_3 * AFP_i + \beta_4 * ADR_i + \beta_5 * Pay_i + \beta_6 * Deb_i + \beta_7 * Lna_i + \beta_8 * Lev_i + \beta_9 * Div_i + \beta_{10} * ICGC_i + \beta_{11} * D1_i + \beta_{12} * D2_i + \beta_{13} * D3_i + \beta_{14} * D4_i + \beta_{15} * D5_i + \beta_{16} * D6_i + \beta_{17} * D7_i + \mu_i \quad (\text{ecuación 1})$$

En la Tabla 54 se presentan los coeficientes estimados correspondientes a la ecuación 1, donde el valor de la empresa es medido por el logaritmo de la capitalización bursátil (Ln Cap) y la calidad del gobierno corporativo es medido por el índice general (ICGC).

Tabla 54. Coeficientes de la regresión- ICGC (Ln Capitalización bursátil)

Variable dependiente Ln Capitalización bursátil					
Variables en el modelo		[1]	Variables en el modelo		[2]
		<i>continuación</i>			
(Constante)	18,1344 *** (4,36E-141)	Div	0,0026 *** (2,58E-10)	(Constante)	18,1228 *** (8,20E-150)
IPSA	0,4942 *** (2,03E-06)	ICGC	-0,4450 (0,4262)	IPSA	0,5162 *** (1,09E-06)
Conc	-0,0115 *** (2,70E-07)	D1	-0,2423 (0,1472)	Conc	-0,0101 *** (1,02E-05)
AFP	0,0001 (0,9806)	D2	-0,3969 ** (0,0164)	ADR	0,2895 *** (0,0077)
ADR	0,3048 *** (0,0045)	D3	0,1266 (0,4322)	Pay	0,0052 *** (0,0002)
Pay	0,0047 *** (0,0007)	D4	0,2218 (0,1634)	Deb	-1,4584 *** (2,45E-08)
Deb	-0,9613 ** (0,0156)	D5	0,2078 (0,1891)	Lna	0,4495 *** (4,98E-49)
Lna	0,4625 *** (2,50E-53)	D6	0,3856 ** (0,0148)	Div	0,0029 *** (1,33E-11)
Lev	-0,1052 (0,1608)	D7	0,3924 ** (0,0123)	ICGC	0,1776 (0,7461)
R ²	0,7179			R ²	0,6857
R ² corregido	0,7061			R ² corregido	0,6797
Error típico estimación	0,8065			Error típico estimación	0,8420

Regresión de las variables del modelo, considerando como variable dependiente que mide el valor de la empresa al LnCap= Logaritmo natural (número de acciones comunes suscritas y pagadas multiplicado por la cotización al cierre). La calidad de gobierno corporativo, considerada como variable independiente, se mide con la variable ICGC. Esta corresponde al Índice del cumplimiento de los principios de gobierno corporativo OCDE, con valores entre 0 y 1, siendo 1 el mayor nivel de cumplimiento, que se obtiene de la suma de los subíndices ponderados. *, **, *** Indica significación estadística al 10%, 5% y 1%, respectivamente. Los valores en paréntesis bajo cada coeficiente, corresponden a los valores-p de significación.

En el modelo 1 las variables dicotómicas correspondientes a los años, no resultan ser todas significativas, lo que demuestra que no hay efecto regular por el paso del tiempo. Además, las variables propiedad del inversionista institucional (AFP), Leverage (Lev) y el ICGC no contribuyen en conjunto a explicar el valor de la empresa. Por lo anterior, en el modelo 2 se eliminan las variables antes señaladas, manteniendo ICGC que forma parte de las variables cuya relación quiere ser probada.

Finalmente, se muestra que la calidad del gobierno corporativo medida a través de un índice general no aporta a la explicación del valor de la empresa en forma conjunta con las otras variables, asimismo la correlación parcial de esta variable (0,0159²) representa solamente un 0,03% de aporte neto y su coeficiente tipificado es el menor en importancia en la ecuación, según se puede observar en el Anexo 3.

Continuamos el desarrollo del estudio de la relación propuesta en la hipótesis, sustituyendo el ICGC por sus componentes (principios OCDE) y así surge la formulación del modelo que se presenta en la ecuación 2.

$$Ve_i = \beta_0 + \beta_1 * IPSA_i + \beta_2 * Conc_i + \beta_3 * AFP_i + \beta_4 * ADR_i + \beta_5 * Pay_i + \beta_6 * Deb_i + \beta_7 * Lna_i + \beta_8 * Lev_i + \beta_9 * Div_i + \beta_{10} * Pp2_i + \beta_{11} * Pp3_i + \beta_{12} * Pp4_i + \beta_{13} * Pp5_i + \beta_{14} * Pp6_i + \beta_{15} * D1_i + \beta_{16} * D2_i + \beta_{17} * D3_i + \beta_{18} * D4_i + \beta_{19} * D5_i + \beta_{20} * D6_i + \beta_{21} * D7_i + \mu_i$$

(ecuación 2)

En la Tabla 55 se muestran los coeficientes estimados correspondientes a la ecuación 2. En el modelo 1 nuevamente las variables dicotómicas correspondientes a los años no resultan ser todas significativas. Por lo tanto, se eliminan las variables referidas a los años en el modelo y se mantiene el resto desarrollando un proceso de selección (stepwise) que deriva en el modelo 2.

Tabla 55. Coeficientes de la regresión – Principios (Ln Capitalización bursátil)

Variable dependiente Ln Capitalización bursátil					
Variables en el modelo	[1]			Variables en el modelo	[2]
	continuación				
(Constante)	17,9684 *** (8,15E-85)	Pp3	-0,8785 (0,2040)	(Constante)	16,6376 *** (7,03E-97)
IPSA	0,4985 *** (1,70E-06)	Pp4	-0,2259 (0,4934)	IPSA	0,5274 *** (3,61E-07)
Conc	-0,0126 *** (4,33E-08)	Pp5	-1,7323 ** (0,0281)	Conc	-0,0098 *** (3,71E-06)
AFP	-0,0004 (0,9319)	Pp6	-0,0262 (0,9369)	ADR	0,3658 *** (9,09E-04)
ADR	0,3321 *** (0,0034)	D1	-0,3909 ** (0,0455)	Pay	0,0054 *** (7,79E-05)
Pay	0,0049 *** (3,72E-04)	D2	-0,5361 *** (0,0054)	Deb	-1,3488 *** (3,19E-07)
Deb	-0,8971 ** (0,0299)	D3	-0,0834 (0,6640)	Lna	0,4346 *** (2,19E-48)
Lna	0,4670 *** (2,67E-50)	D4	0,0183 (0,9225)	Div	0,0030 *** (5,15E-13)
Lev	-0,1143 (0,1295)	D5	0,0081 (0,9658)	Pp2	3,5945 *** (6,71E-06)
Div	0,0028 *** (5,06E-11)	D6	0,1871 (0,3229)	Pp3	-1,0710 ** (0,0413)
Pp2	2,4260 *** (0,0051)	D7	0,2079 (0,2596)	Pp4	-0,6317 * (0,0503)
R ²	0,7258			R ²	0,7015
R ² corregido	0,7116			R ² corregido	0,6943
Error típico estimación	0,7990			Error típico estimación	0,8226

Regresión de las variables del modelo, considerando como variable dependiente que mide el valor de la empresa al LnCap= Logaritmo natural (número de acciones comunes suscritas y pagadas multiplicado por la cotización al cierre). En las variables que miden la calidad del gobierno corporativo, variable independiente, el Índice de cumplimiento de los principios de gobierno corporativo OCDE (ICGC) es reemplazado por los subíndices Pp2 Derechos de los accionistas; Pp3 Trato equitativo de los accionistas; Pp4 Rol stakeholders o partes interesadas; Pp5 Transparencia y divulgación de la información y Pp6 Responsabilidad del Consejo.

*, **, *** Indica significación estadística al 10%, 5% y 1%, respectivamente. Los valores en paréntesis bajo cada coeficiente, corresponden a los valores-p de significación.

Los principios que explican el valor de la empresa son los Derechos de los accionistas (Pp2), el Trato equitativo de los accionistas (Pp3) y el Rol de los stakeholders (Pp4). En el Anexo 4, el coeficiente tipificado (0,1808) de Pp2 revela que tiene una mayor importancia que los otros en la ecuación, además, que el aporte neto en la explicación del valor de la empresa es de aproximadamente un 5%. Los principios Pp3 y Pp4 son variables que tienen

la menor contribución a la explicación del valor de la empresa medido como logaritmo de capitalización bursátil.

La ecuación muestral resultante está dada por:

$$\begin{aligned} \text{Ln Cap}_i = & 16,6376 + 0,5274 * \text{IPSA}_i - 0,0098 * \text{Conc}_i + 0,3658 * \text{ADR}_i + \\ & 0,0054 * \text{Pay}_i - 1,3488 * \text{Deb}_i + 0,4346 * \text{Lna}_i + 0,0030 * \text{Div}_i + \\ & 3,5945 * \text{Pp2}_i - 1,0710 * \text{Pp3}_i - 0,6317 * \text{Pp4}_i \end{aligned}$$

La relación positiva alcanzada en el caso de Pp2 coincide con la esperada, en la medida que aumenta el respeto a los derechos de los accionistas aumenta el valor de la empresa.

La relación negativa entre Pp3 y el valor de la empresa, puede ser explicada porque frente a una situación de alta concentración de propiedad, a mayor trato equitativo de los accionistas es menor el valor de la empresa, lo que puede significar que el mercado no percibe el cumplimiento de este principio. Considerando que en el período estudiado aún no se incorporaba la normativa actualmente vigente, es posible que se declarara un cumplimiento inexistente, por ejemplo en los sistemas de votación.

Esta relación negativa en Pp3 es contraria a la esperada, es decir, si aumenta el trato equitativo (asegurar mecanismo para votación, información oportuna del directorio en el caso de transacciones relacionadas) no puede ser que disminuya el valor de la empresa. La explicación pudiera darse por la actuación del accionista controlador, que sin respetar este principio, expropié al accionista minoritario. Por ejemplo, que invierta en proyectos no rentables pero que favorezcan sus intereses en detrimento del valor de la empresa.

La relación negativa encontrada en Pp4 puede ser explicada por la propuesta de Hillman y Keim (2001), los stakeholders pueden crear valor al accionista, sin embargo los recursos usados en otras cuestiones sociales no relacionados con los principales interesados pueden no hacerlo. Estos autores encuentran evidencia de que la gestión de las partes interesadas (mejores relaciones con los empleados, los clientes, los proveedores y otros) conduce a la mejora de valor para los accionistas, mientras la participación en otras materias sociales (por ejemplo evitar el uso energía nuclear) utilizando recursos

corporativos, pero que no están directamente relacionados a los intereses de los stakeholders, se asocia negativamente con éste.

La variable concentración de propiedad del principal accionista (Conc) se relaciona negativamente con el valor de la empresa coincidiendo con lo esperado, porque a mayor concentración menor valor empresa. La propiedad mantenida por accionistas controladores o miembros de familia disminuye el valor de la empresa (Black y Kim, 2012). Frente a altos niveles de concentración existe el riesgo que el accionista mayoritario pueda expropiar la riqueza del inversionista minoritario. A través de la estructura de propiedad se puede tener derecho a más flujos de efectivos por sobre los derechos de propiedad, Espinosa y Maquieira (2010) concluyen que en Chile la relación es positiva hasta niveles de concentración del 40% y es negativa cuando el nivel de propiedad es de 65% o más.

La variable Pay out (Pay) se relaciona positivamente con Ln Cap coincidiendo con lo esperado y lo concluido por Chong y López-de-Silanes (2006). Lo mismo ocurre con el ratio Deuda sobre Total de activo (Deb), no resultando coincidente con la relación negativa encontrada por Dey (2008).

La variable Ln activo se relaciona positivamente con Ln Cap, correspondiendo con otros autores que encuentran que las empresas de mayor tamaño tienen mayores recursos para desarrollar nuevos proyectos y además tienen mejor implementación del gobierno corporativo, generalmente presionados por dar cumplimiento frente a mercados e inversionistas extranjeros.

En el caso de la variable dividendo por acción (Div) existe una relación positiva con el valor de la empresa, al aumentar la distribución de utilidad aumenta el valor de la empresa. Mejor nivel de prácticas de gobierno corporativo están relacionadas con valuaciones más altas (Tobin q y ratio valor mercado /valor libro), mejor desempeño y mayor pago de dividendos (Chong y López-de-Silanes (2006).

En la Tabla 56 se muestran los coeficientes estimados correspondientes a la ecuación 1, donde el valor de la empresa es medido por el ratio de rentabilidad del patrimonio (ROE) y la calidad del gobierno corporativo es medido por el índice general (ICGC).

Tabla 56. Coeficientes de la regresión – ICGC (ROE)

Variable dependiente ROE					
Variables en el modelo	[1] <i>continuación</i>			Variables en el modelo	[2]
(Constante)	0,0807 (0,1985)	Div	0,0008 *** (8,53E-36)	(Constante)	0,1269 ** (0,0202)
IPSA	-0,0181 (0,1938)	ICGC	0,1444 * (0,0581)	Conc	0,0014 *** (1,56E-06)
Conc	0,0012 *** (3,55E-05)	D1	-0,0055 (0,8083)	AFP	-0,0014 * (0,0515)
AFP	-0,0014 ** (0,0488)	D2	0,0012 (0,9576)	ADR	-0,0277 * (0,0547)
ADR	-0,0246 * (0,0914)	D3	0,0103 (0,6379)	Pay	0,0013 *** (2,05E-11)
Pay	0,0011 *** (2,14E-09)	D4	0,0252 (0,2444)	Deb	0,1401 *** (4,21E-05)
Deb	0,2087 *** (1,23E-04)	D5	0,0211 (0,3274)	Lna	-0,0171 *** (6,66E-08)
Lna	-0,0141 *** (6,81E-05)	D6	0,0434 ** (0,0436)	Div	0,0008 *** (1,52E-37)
Lev	-0,0159 (0,1202)	D7	0,0357 * (0,0937)	ICGC	0,1751 ** (0,0151)
R ²	0,5121			R ²	0,4958
R ² corregido	0,4918			R ² corregido	0,4862
Error típico estimación	0,1097			Error típico estimación	0,1103

Regresión de las variables del modelo, considerando como variable dependiente que mide el valor de la empresa al ROE = Utilidad o pérdida del año dividido por patrimonio al cierre. La calidad de gobierno corporativo, considerada variable independiente, se mide con la variable ICGC. Esta corresponde al Índice cumplimiento de los principios de gobierno corporativo OCDE, con valores entre 0 y 1, siendo 1 el mayor nivel de cumplimiento, que se obtiene de la suma de los subíndices ponderados.

*, **, *** Indica significación estadística al 10%, 5% y 1%, respectivamente. Los valores en paréntesis bajo cada coeficiente, corresponden a los valores-p de significación.

En el modelo 1 las variables dicotómicas correspondientes a los años no resultan ser todas significativas. Las variables pertenencia al IPSA (IPSA) y Leverage (Lev) no contribuyen en conjunto a explicar el valor de la empresa y el ICGC resulta significativo al nivel de un 10%. Por lo tanto, en el modelo 2 se eliminan IPSA y Lev, disminuyendo considerablemente el nivel de significación del ICGC.

La ecuación muestral resultante está dada por:

$$ROE_i = 0,1269 + 0,0014* Conc_i - 0,0014* AFP_i - 0,0277* ADR_i + 0,0013* Pay_i + 0,1401* Deb_i - 0,0171* Lna_i + 0,0008* Div_i + 0,1751* ICGC_i$$

En el Anexo 5 el coeficiente tipificado correspondiente al ICGC revela que es más importante que las variables dicotómicas AFP y ADR y menos importante que el resto. El aporte neto de ICGC medido a través de la correlación parcial ($0,11872^2$) indica que representa solamente el 1,4% de explicación en la variable ROE.

La variable concentración del principal accionista (Conc) se relaciona positivamente con el valor de la empresa, es decir, a mayor concentración habría mayor valor de la entidad, no coincidiendo con lo esperado.

La variable Pay out (Pay) se relaciona positivamente con ROE coincidiendo con lo esperado y lo concluido por otros autores, lo mismo ocurre con el ratio Deuda sobre Total de activo (Deb).

La variable Ln activo se relaciona negativamente con ROE, es decir, las empresas de menor tamaño tienen mayor valor de la empresa. En el caso de la variable dividendo por acción (Div) la relación es positiva coincidiendo con lo esperado.

Por último, el ICGC se relaciona positivamente con el ROE tal como han concluido Shabbir y Padgett (2008); Benavides (2009, 2012); Benavides y Mongrut (2010) y Lama (2012), lo que sugiere que, cuanto más adhiera una empresa al cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo mayor es el retorno para los accionistas.

En la Tabla 57 se muestran los coeficientes estimados correspondientes a los Principios componentes del índice general de cumplimiento de gobierno corporativo, ecuación 2. En el modelo 1 se nota un claro efecto del tiempo, al resultar significativas las variables dicotómicas, además, la constante no resulta significativa conjuntamente con AFP, Lev, Pp4, Pp5 y Pp6. En el modelo 2 que se plantea sin intercepción, el Pp2 es negativo lo que significa que a menor derecho de los accionistas es mayor el valor de la empresa lo que resulta contrario a lo esperado y a lo que teóricamente se fundamenta, por lo tanto, el modelo estimado no resulta lógico.

Tabla 57. Coeficientes de la regresión – Principios (ROE)

Variable dependiente ROE								
Variables en el modelo		[1]			Variables en el modelo		[2]	
		<i>continuación</i>					<i>continuación</i>	
(Constante)	0,0529 (0,5761)	Pp3	0,5021 *** (7,13E-08)	IPSA	-0,0320 ** (0,0130)	D1	0,0574 ** (0,0111)	
IPSA	-0,0286 ** (0,0358)	Pp4	-0,0215 (0,6232)	Conc	0,0013 *** (2,23E-06)	D2	0,0637 *** (0,0047)	
Conc	0,0012 *** (0,0001)	Pp5	-0,1475 (0,1573)	ADR	-0,0516 *** (0,0002)	D3	0,0910 *** (1,46E-04)	
AFP	-0,0011 * (0,0993)	Pp6	0,0408 (0,3516)	Pay	0,0011 *** (2,39E-10)	D4	0,1025 *** (1,30E-05)	
ADR	-0,0453 *** (0,0026)	D1	0,0444 * (0,0863)	Deb	0,1552 *** (3,23E-06)	D5	0,1021 *** (1,75E-05)	
Pay	0,0011 *** (7,12E-09)	D2	0,0536 ** (0,0352)	Lna	-0,0108 *** (0,0005)	D6	0,1238 *** (2,25E-07)	
Deb	0,1889 *** (0,0006)	D3	0,0807 *** (0,0016)	Div	0,0008 *** (1,70E-40)	D7	0,1114 *** (1,98E-06)	
Lna	-0,0094 *** (0,0091)	D4	0,0934 *** (0,0002)	Pp2	-0,3435 *** (0,0002)			
Lev	-0,0122 (0,2230)	D5	0,0938 *** (0,0002)	Pp3	0,5149 *** (2,67E-10)			
Div	0,0008 *** (7,21E-39)	D6	0,1165 *** (4,43E-06)					
Pp2	-0,2816 ** (0,0139)	D7	0,1037 *** (2,65E-05)					
R ²	0,5502			R ²	0,7111			
R ² corregido	0,5268			R ² corregido	0,6998			
Error típico estimación	0,1058			Error típico estimación	0,1060			

Regresión de las variables del modelo, considerando como variable dependiente que mide el valor de la empresa al ROE = Utilidad o pérdida del año dividido por patrimonio al cierre. En las variables que miden la calidad del gobierno corporativo, variable independiente, el Índice de cumplimiento de los principios de gobierno corporativo OCDE (ICGC) es reemplazado por los subíndices Pp2 Derechos de los accionistas; Pp3 Trato equitativo de los accionistas; Pp4 Rol stakeholders o partes interesadas; Pp5 Transparencia y divulgación de la información y Pp6 Responsabilidad del Consejo.

*, **, *** Indica significación estadística al 10%, 5% y 1%, respectivamente. Los valores en paréntesis (), corresponden a los valores-p de significación

En el Anexo 6 se presentan los resultados de las regresiones correspondientes a las variables ROA, Q1, Q2 y Q3 como valor de empresa.

En los modelos definidos con estas variables no queda incluido el ICGC, además el coeficiente de determinación (R²) es menor a 0,5, por lo tanto, se explica menos de la mitad del comportamiento del valor de la empresa. Lo mismo ocurre cuando se reemplaza el ICGC por los Principios que lo componen. Por tal razón no han sido considerados en el análisis detallado.

Las variables q de Tobin utilizadas (Q1, Q2, Q3) no tienen el mismo comportamiento, representan mediciones diferentes bajo el concepto de oportunidades de crecimiento. Los Q no representan un modelo, ni con el ICGC ni con los principios. Aun cuando, en 2005, Lefort y Walker encontraron una relación negativa y significativa al 0,5% entre la q de Tobin y los derechos de los accionistas.

En todos los modelos definidos, sin excepción, y aunque no resulten ser explicativos del valor de la empresa, sea que la calidad de gobierno corporativo se mida por ICGC o por Principios, siempre quedan incorporadas y son significativas las variables Pay, Lna y Div para explicar el comportamiento del valor de la empresa, aunque no coincidan en el mismo signo de la relación en el caso de Lna. En un reciente estudio referido a Chile, Hoffmann (2013) concluye que el apalancamiento y el pago de dividendos se relacionan positivamente con el valor de la empresa, considerado mecanismos que reducen los flujos de caja libre, y por tanto, limita el posible uso oportunista por parte de los administradores.

Si comparamos los resultados que se obtienen al modelar usando como variable dependiente logaritmo de Capitalización bursátil (Ln Cap) y por otro lado el ROE, en el primer caso encontramos coincidencia con la relación esperada en casi todas las variables cuando se mide la calidad de los gobiernos corporativos separadamente por Principios, excepto en Pp3 y Pp4. En el caso del ROE y midiendo la calidad de gobierno corporativo en general (ICGC), las relaciones resultantes son opuestas a lo esperado. Es posible, que al usar el ROE como variable que mide el valor de empresa, los resultados sean tan distintos de lo esperado debido a los problemas de medición que pueden existir en el caso de economías emergentes (Gutiérrez y Pombo, 2007).

La relación entre la calidad de gobierno corporativo (ICGC y Principios) y la variable de desempeño ROE es mucho más estable en este estudio, a diferencia de lo señalado por Love (2011).

A mayor cumplimiento hay mayor retorno para los accionistas, Padgett y Shabbir (2005) encuentran clara relación entre cumplimiento y las medidas de rendimiento que provienen del mercado, lo que no ocurre con las variables contables (ROA, ROE), en 2008 estos autores encuentran relaciones no significativa y negativa para el ROA, no significativa y positiva en el caso del ROE. Love, 2011, argumenta que la razón de una relación menos

significativa puede ser por la discrecionalidad de la información contable y que el mejor gobierno corporativo podría reducirla. Lama en 2012, señala que esto no se cumple ya que encuentra una relación positiva y significativa a través de diferentes medidas (ROA, ROE y rendimiento de mercado accionario).

Las relaciones pueden ser diferentes, según se trate de medidas de mercado o de medidas contables, respecto de otras variables, Padgett y Shabir (2005) encuentran que el tamaño de la empresa está positivamente relacionado con la medida de performance en base contable y lo contrario en base de mercado.

A la luz de los resultados se ha elegido dos modelos, por un lado se usa ROE como variable dependiente, que es explicada parcialmente por el índice general (ICGC) y por otra parte, se utiliza el Ln de la capitalización bursátil para medir el valor de la empresa y como variables explicativas se emplean los Principios de Gobierno corporativo Pp2 al Pp6.

4.4.5 Conclusiones

4.4.5.1 Conclusiones vinculadas al Índice General

La hipótesis formulada en este estudio ha sido demostrada, porque en el mercado de capitales chileno, el buen gobierno corporativo basado en las disposiciones de la OCDE, medido mediante un índice de cumplimiento, está relacionado positivamente con el valor de la empresa.

El ICGC, aun cuando se relaciona positivamente con el valor de la empresa tiene poca importancia en su explicación, posiblemente porque los componentes del índice no son percibidos en su totalidad como relevantes por parte de los inversionistas.

El dividendo por acción es la variable que tiene mayor importancia en la explicación del valor de la empresa.

4.4.5.2 Conclusiones por principios

El Principio de gobierno corporativo Derechos de los accionistas (Pp2) tiene una alta importancia relativa en el modelo que utiliza el valor de mercado. En el período estudiado 2001 a 2008, se han fortalecido las leyes y normas que protegen al accionista minoritario, ocurriendo lo contrario que en las empresas de Estados Unidos, donde el mínimo de cumplimiento de gobierno corporativo se ajusta a leyes y normas ampliamente aceptadas, y existe una débil correlación entre calidad de gobierno corporativo y el valor de la empresa (Black, 2001).

Del resto de los Principios de gobierno corporativo solamente el Trato equitativo de los accionistas (Pp3) y el Rol de stakeholders o partes interesadas (Pp4) aparecen como variables del modelo, contribuyendo muy poco a explicar el valor de mercado de la empresa. Llama la atención que no aparezcan variables como la Transparencia y divulgación de la información (Pp5), así como la Responsabilidad del Consejo (Pp6), aunque puede explicarse por la alta concentración de la propiedad y la existencia de grupos económicos y familiares, que revelan la mínima información exigida legalmente porque ellos como inversionistas conocen cuestiones claves de los negocios y de su administración.

En Chile Pp4 (Rol stakeholders o partes interesadas) resulta negativo en su relación con el valor de la empresa, esto puede deberse a que no hay mayor preocupación por el rol de partes interesadas (stakeholders) más allá de lo que establece la ley (por ejemplo, protección al consumidor, protección a los acreedores). La alta concentración de la propiedad en manos de grupos económicos, en la realidad de un mercado emergente, contribuye a que se le reste importancia al cumplimiento del buen gobierno corporativo.

Además, podría considerarse que la calidad de gobierno corporativo es poco importante para los inversionistas, la razón puede ser lo que evidencian Brown y Caylor en 2009, los inversores no siempre entienden las implicaciones de gobierno corporativo para la valoración de la empresa en el período corriente.

Las empresas de menor tamaño requieren realizar mayores esfuerzos económicos para alcanzar mayor cumplimiento del gobierno corporativo, posiblemente por esto disminuye el valor de la empresa.

Finalmente, se concluye que en general en el período en estudio, el factor menos importante en el valor de la empresa es la calidad de gobierno corporativo, el guarismo del índice corrobora esta afirmación. Y por lo tanto, la hipótesis formulada que en el mercado de capitales chileno, el buen gobierno corporativo basado en las disposiciones de la OCDE estaría relacionado positivamente con el valor de la empresa es validada parcialmente. La falta de un código explícito de gobierno corporativo, y la débil autorregulación contribuyen a la baja importancia de la calidad del gobierno corporativo en la explicación del valor de la empresa.

CAPÍTULO V: UN CÓDIGO DE GOBIERNO CORPORATIVO PARA CHILE

5.1 Introducción

En este capítulo se presentan dos estudios realizados en la búsqueda de un código de gobierno corporativo para Chile y del fortalecimiento del buen gobierno societario en el país. La primera investigación se refiere a la formulación y aplicación de un cuestionario consensuado con la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), para estudiar el cumplimiento del rol del Consejo (Directorio) en una muestra de las sociedades chilenas cotizadas. La segunda investigación analiza detalladamente el contenido y alcance de la Norma de Carácter General 341, emitida por la SVS, así como las prácticas de gobierno corporativo informadas por los directorios de las sociedades en respuesta a las exigencias establecidas en esta norma. De ambas investigaciones surge una proposición para el mejoramiento de la NCG y de las futuras prácticas de las sociedades.

Esta investigación se ha iniciado en el año 2008, antes que Chile fuera incorporado como trigésimo miembro a la OCDE. El propósito original de la misma fue realizar una propuesta de recomendaciones para el buen gobierno corporativo en el país (proposición de un código), para ello fue necesario conocer el marco legal y normativo existente, el nivel de cumplimiento de estos en las sociedades y por último observar el efecto de la implementación de buenas prácticas de las sociedades en el mercado de capitales local. A través del estudio se hizo cada vez más notorio que el mecanismo de gobierno corporativo menos desarrollado estaba relacionado con los Consejos.

En los años 2004 y 2007, McKinsey y el Instituto Chileno de Administración Racional de Empresas (ICARE) realizaron estudios sobre gobierno corporativo en las empresas chilenas. En el año 2007, profundizaron el estudio sobre el funcionamiento del Consejo ya que en el primer estudio encontraron que el nivel de cumplimiento percibido en este aspecto era de 54% y en el segundo estudio alcanzó un 70%. En ese estudio utilizaron varias herramientas combinadas (scorecard; entrevistas exploratorias; entrevistas en profundidad) y aplicaron una encuesta de opinión enviada a más de 3.000 personas, con cargos de presidentes, miembros del Consejo y gerentes generales de sociedades anónimas cerradas y cotizadas, de las cuales fueron respondidas 262 (aproximadamente 9% del colectivo consultado). Entonces encontraron que si bien se había avanzado en los últimos años en materia del funcionamiento del Consejo, existía diferente opinión con respecto al rol del

Consejo como suficientemente estratégico, una minoría de encuestados consideró que los consejeros (directores) no se preparaban suficientemente para las reuniones o no participaban en forma adecuada, y los procesos de toma de decisión no consideraban todas las posiciones o no se analizaba con profundidad la información disponible. Los hallazgos de estos autores nos motivaron a seguir estudiando el rol, organización y funcionamiento de los Consejos de las sociedades cotizadas chilenas. Además, en el estudio empírico 2 “Cumplimiento en las sociedades chilenas de los principios de gobierno corporativo OCDE” se concluyó que en el período estudiado la falta de información y de bajo cumplimiento del Principio VI Responsabilidades del Consejo incide disminuyendo al Índice de cumplimiento de gobierno corporativo (ICGC).

A inicios del año 2012, se pudo aplicar a través del organismo regulador (Superintendencia de Valores y Seguros) un instrumento para conocer el funcionamiento de los consejos en las sociedades chilenas, con la intención de proponer a partir de las debilidades detectadas un conjunto de prácticas que orientaran al buen gobierno corporativo societario, sin embargo, en noviembre del mismo año el organismo regulador emitió la Norma de Carácter General N° 341 que establece la obligación a las sociedades cotizadas de informar al público de las prácticas de gobierno corporativo. De esta manera quedó delineado un conjunto de prácticas mínimas que las sociedades deben cumplir, cambiando el enfoque final del estudio, distinguiéndose dos partes: la primera referida al cuestionario aplicado en el año 2012 más los resultados del mismo, y la segunda referida a la NCG N° 341, emitida por la SVS y aplicada en Chile desde el año 2013.

5.2 En búsqueda de propuesta de un código G.C.: rol de los consejeros

5.2.1 Marco Teórico

La literatura se refiere profusamente al Consejo de una sociedad y a sus miembros desde distintos ámbitos (responsabilidades; propiedad de ejecutivos y consejeros; tamaño; composición; comités; remuneración y compensaciones; dualidad de rol como Presidente del Consejo y Gerente General, elección de consejeros, antigüedad en el cargo, entre otros) y los relacionan con el valor de mercado de la empresa (Cadbury, S. A., 2000; Loderer y Peyer, 2002; Gompers, Ishii y Metrick, 2003; Bebchuk, Cohen y Ferrell, 2004; Doidge, Karolyi y Stulz 2004; Padgett, y Shabbir, 2005; Larcker, Richardson y Tuna, 2007; Bhagat y Bolton, 2008; Clacher, Doriye y Hillier , 2008; Coles, Daniel y Naveen, 2008; Shabbir y Padgett, 2008; Pérez de Toledo, 2010; Bebchuk, Cohen y Wang, 2011; Black y Kim, 2012;

Cohen y Wang, 2013; Larcker, So y Wang, 2013; Lee, Lee y Nagarajan, 2014). Por ejemplo, Cohen y Wang (2013) concluyen que existe una mayor propensión a bajar el valor de la empresa al mantener consejos escalonados. Por otra parte, Desender, Aguilera, Crespi y García-Cestona (2013) evidenciaron que en las empresas con mayor concentración de propiedad el Consejo refleja menor interés en monitorear la gestión, por el contrario cuando la propiedad está dispersa el Consejo se apoya en los servicios de auditoría externa.

La importancia que tiene el Consejo como un organismo de supervisión y de control (monitoreo) para resolver el problema de agencia, entre inversionistas y directivos, y para proteger los intereses de los accionistas, ha sido planteado por Kim y Nofsinger (2004); Sir Adrian Carbury y la comisión para formular el primer Código de Buenas prácticas de Gobierno corporativo en Reino Unido (1992), pusieron el énfasis en la responsabilidad que los Consejos de Administración⁸⁷ tienen ante los accionistas.

En el año 2008 se publicó “Using The OECD Principles of Corporate Governance. A Boardroom Perspective” (OCDE, 2008), que centró la atención en el Consejo y donde se evaluaron las recomendaciones hechas por la OCDE y la práctica. En el año 2011 se publicó “Board Practices: Incentives and Governing Risks, Corporate Governance” que examinaba la eficiencia con la cual se alinean los intereses a largo plazo de la empresa con las remuneraciones e incentivos del Consejo y de los ejecutivos. El pago basado en acciones, es considerado a menudo como un instrumento para alinear los intereses de la administración con los de los accionistas, y podría conducir a gestionar sin aversión al riesgo cuando constituyen una parte importante del total de las remuneraciones. El Consejo debe desempeñar un rol activo en el diseño y revisión del sistema de remuneraciones, que se adapte a las circunstancias de cada sociedad.

El Grupo Banco Mundial también se preocupa de las prácticas que realizan los Consejos y de la protección al inversionista, expresado como un indicador que compara a cada país, con las respectivas medias regionales y con los países OCDE de altos ingresos (World Bank Group, 2010). En esta materia Chile ha bajado 3 lugares en el ranking entre el año 2009 al 2010 y el indicador de la capacidad de los accionistas para enjuiciar a los consejeros y altos ejecutivos por mala conducta es más bajo que en los países de América Latina y el Caribe y que en los países de la OCDE. Entre 2014 y 2013, ha bajado dos lugares en el

⁸⁷ En este país la estructura de Consejo es unitaria. En el sistema unitario se reúne a los miembros ejecutivos y no-ejecutivos en un mismo órgano, elegidos en la junta general anual de accionistas.

ranking ocupando el lugar 34 (World Bank Group, 2014), manteniéndose la responsabilidad de los consejeros en 6 de 10 puntos.

La idea que los consejeros no dirigen, que no cumplen adecuadamente con su rol de supervisión y de control (monitoreo) se puede observar en Kim, y Nofsinger (2004); en la formulación en 2002 de la Ley Sarbanes Oxley, también denominada SOX, que aumentó las responsabilidades del Consejo; y lo mismo se repite en el estudio realizado en empresas chilenas, por McKinsey e ICARE (2007). En 2009, Kitagawa, Ribeiro y Ciampaglia, en un estudio de cuatro países americanos evidenciaron que Chile es el que menos cumple con las recomendaciones de la OCDE en materia de gobierno corporativo y quedaban muchas mejoras por hacer para asegurar las responsabilidades del Consejo.

Debido a la insuficiente información que se pudo obtener de los informes anuales (memorias) de las sociedades revisadas, surgió la interrogante sobre el cumplimiento del rol de los miembros del Consejo. El problema formulado fue detectado en el proceso de observación del grado de cumplimiento de los Principios y criterios esenciales de Gobiernos Corporativos de la OCDE. La hipótesis formulada en este estudio ha sido: *Los miembros del Consejo cumplen el rol y las responsabilidades que se describen en el Principio VI de la OCDE.*

5.2.2 Metodología

En 2009, con el propósito de conocer el grado de cumplimiento de los criterios esenciales de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE en las sociedades anónimas abiertas, particularmente en la materia referida a las Responsabilidades del Directorio, se desarrolló un cuestionario de 20 preguntas para la recopilación de datos, que para asegurar la mayor cobertura en su aplicación fue propuesto al Superintendente de Valores y Seguros (SVS), acordando que se aplicaría y compartiría el uso de la información recogida. En enero de 2010, fue suscrito un Convenio de Cooperación entre la Superintendencia de Valores y Seguros y la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso (PUCV) (ver Anexo 7). Desde la entidad reguladora se consideró que era oportuno incluir otras preguntas y por tanto el documento originalmente propuesto, fue modificado mediante coordinación y consenso, finalizando el documento en mayo de 2010. Inicialmente fue acordado que se solicitaría a las sociedades cotizadas mediante instructivo que el cuestionario fuera respondido de manera voluntaria. En el año 2010 aconteció que las autoridades del organismo cambiaron

y la aplicación solo pudo ser realizada hasta enero de 2012 en el “II Encuentro de Directores. Principios y Prácticas de Gobierno Corporativo”, evento desarrollado en el marco del convenio de colaboración recíproca suscrito en 2009 entre la SVS e ICARE⁸⁸. Cabe mencionar, que en diciembre del año 2009 estas entidades celebraron un acuerdo con el propósito de llegar a preparar conjuntamente un Manual de Buenas Prácticas de Gobierno Societario, de aplicación voluntaria por parte de las empresas⁸⁹. El instrumento acordado con la autoridad anterior, nuevamente fue modificado de manera que finalmente el cuestionario aplicado por la SVS constó de 57 preguntas, quedando incluido en éste el cuestionario originalmente consensuado que comprendía 24 preguntas (Ver Anexo 8 y Anexo 9). Es importante destacar que el cuestionario original, coordinado en 2010 con la SVS, fue preparado teniendo en consideración los conceptos y recomendaciones formuladas para la construcción del cuestionario por Fernández (1997, 2002), en el Anexo 10 se encuentra una ficha técnica que contiene la metodología utilizada para su construcción.

En el II Encuentro de Directores, a petición de la SVS se acordó enviar vía correo electrónico la solicitud de responder el cuestionario a los consejeros o representantes de las Sociedades Anónimas y Empresas de Auditoría participantes en el evento. El tamaño de la muestra fue de 219 empresas, pero dado que la tasa de respuesta observada fue muy baja, se decidió aumentar la muestra a las 1.173 empresas convocadas a ese Encuentro. El segundo envío se hizo el 16 de enero de 2012. Bajo esta “metodología”, se consiguió tabular la respuesta de 147 encuestados que fueron enviadas como archivo Excel desde la SVS⁹⁰. Al procesar las respuestas tabuladas se eliminaron aquellos casos en que no respondieron las preguntas relevantes del cuestionario (desde pregunta 12 en adelante), así se procesaron los datos obtenidos de 108 encuestados. El cuestionario ha sido respondido por director no independiente (27%), por director independiente (16%), el resto no responde a la identificación del cargo.

A continuación se presentan los resultados obtenidos más relevantes, mayor detalle e información se presenta en el Anexo 11.

⁸⁸ ICARE: Instituto para la Capacitación y la Administración Racional de Empresas. Noticia publicada en http://www.svs.cl/sitio/admin/Archivos/com_20091216-01.PDF

⁸⁹ Noticia publicada en http://www.svs.cl/sitio/admin/Archivos/com_20091216-01.PDF

⁹⁰ La Superintendencia de Valores y Seguros nos proporcionó los datos recogidos, omitiendo la identificación de las empresas representadas por los encuestados que respondieron el cuestionario.

5.2.3 Resultados

5.2.3.1 Datos generales de las empresas:

Las empresas sobre las que responden los encuestados en el año 2012, se identifican principalmente en el sector de la banca (14%), sector utilities (12%), sector industrial (11%), sectores consumo, retail y seguros (6% respectivamente), commodities (4%).

Aproximadamente el 52% de las empresas es parte de un holding diversificado, 69% posee filiales, 26% pertenece al IPSA, 82% tiene un Código de ética, 56% tiene un Código de gobierno corporativo propio. En el 30% de los casos la mitad o más de los activos consolidados de la sociedad encuestada corresponden a activos que se encuentran en filiales.

El 23% de las empresas es filial de una sociedad extranjera (principalmente de Estados Unidos, España, Suiza, Holanda, Inglaterra), en el 18% de los casos el país en que se encuentra la sociedad matriz existe un Código de gobierno corporativo establecido por la autoridad reguladora de las sociedades (Comisión de Valores).

La ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas establece que el directorio de las sociedades anónimas cerradas se constituirá al menos por tres directores y el de las sociedades anónimas abiertas por al menos cinco. Si la sociedad anónima abierta debiere al menos designar un director independiente y constituir el “Comité de directores”, el mínimo de directores será de siete. En el caso de las sociedades comprendidas entre los encuestados que responden el máximo es doce directores, el mínimo cuatro directores y la media es de siete directores. En el caso de los directores independientes, que según la ley, las sociedades anónimas abiertas deberán designar al menos uno y el “comité de directores” cuando tengan un patrimonio bursátil igual o superior al equivalente a 1.500.000 unidades de fomento⁹¹ y a lo menos un 12,5% de sus acciones emitidas con derecho a voto, se encuentren en poder de accionistas que individualmente controlen o posean menos del 10% de tales acciones, hay sociedades que no lo tienen y otra tiene diez, y en promedio tienen dos directores independientes.

⁹¹ La Unidad de Fomento (UF) es uno de los sistemas de reajustabilidad autorizados por el Banco Central de Chile al amparo de lo establecido en el número 9 del artículo 35 de su Ley Orgánica Constitucional. <http://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-1193.html>

5.2.3.2 Del cuestionario:

El cuestionario tiene preguntas de respuesta cerrada y de respuesta abierta. En las preguntas de respuesta cerrada se incluyen aquellas dicotómicas SI/NO, y aquellas que tienen una escala de calificación, como la que se indica a continuación:

Total cumplimiento: Se considera que lo señalado en el ítem ha sido realizado cuidadosamente, con nivel de excelencia.

Alto cumplimiento: Se considera que lo señalado en el ítem ha sido bien realizado.

Medio cumplimiento: Se considera que lo señalado en el ítem ha sido realizado de manera suficiente.

Bajo cumplimiento: Se considera que lo señalado en el ítem ha sido realizado de manera insuficiente.

Nulo cumplimiento: Se considera que lo señalado en el ítem no se ha realizado.

No aplica: En la sociedad no se aplica o no existe lo indicado en el ítem.

Proseguimos analizando el resultado de las preguntas consideradas más significativas para poder responder a la interrogante: ¿En Chile los Consejos⁹² y sus miembros cumplen con las recomendaciones formuladas por la OCDE en materia de gobierno corporativo?

(a) El Consejo en la orientación estratégica y plan de acción de la sociedad (pregunta 12.1.a⁹³):

El mayor cumplimiento se observa respecto del rol del Consejo en la aprobación de los presupuestos anuales, de las inversiones de capital, las adquisiciones, desinversiones de mayor cuantía, y en la evaluación de los resultados de la compañía (aproximadamente entre 91 y 93%).

En la participación en la gestión operacional de la sociedad, 27% le otorga Total o Alto cumplimiento, 34% califica que el cumplimiento es Medio, 26% que es Bajo y 9% declara Nulo cumplimiento. Llama la atención lo disperso de la evaluación, posiblemente porque algunos consejeros entienden que no es una actividad que les compete.

⁹² En Chile al Consejo se le denomina Directorio y a los consejeros se les denomina directores.

⁹³ Hay preguntas que tienen doble numeración porque en la SVS agregaron otras en el cuestionario aplicado, sin embargo, conservaron el número de la pregunta de la versión consensuada en mayo de 2010.

(b) El Consejo en la orientación estratégica y plan de acción de las filiales significativas de la sociedad (pregunta 13.1.b):

Cuando se trata del rol que les corresponde a los consejeros en las filiales de la compañía, entre 21 a 30% de los encuestados considera que No Aplican los ítems descritos y entre 8 a 11% no responde.

La aprobación de las inversiones de capital, las adquisiciones y desinversiones de mayor cuantía es calificada por 34% como el ítem de más Alto cumplimiento.

(c) El Consejo en el control de prácticas de gobierno corporativo (establecidas en leyes, normativas, o por la propia sociedad) (pregunta 14.2):

De los encuestados entre 10 a 15% no responde sobre este concepto. Respecto de la evaluación del desempeño del directorio en su conjunto, los comités activos y a cada miembro del directorio, al menos una vez al año, resulta calificado con Nulo cumplimiento por 19% y le otorgan Total o Alto cumplimiento el 28%, por otra parte, aproximadamente 6% opina que No aplica. Y sobre la evaluación del desempeño de los ejecutivos principales (gerentes), al menos una vez al año, aproximadamente 20% califica de Bajo o Nulo cumplimiento. En relación a la realización de cambios en las prácticas de gobierno corporativo cuando son necesarias, aproximadamente 55% declara Total o Alto cumplimiento. Acerca de la explicación de las razones cuando la sociedad no ha implementado prácticas específicas de gobierno corporativo incorporadas en un código (propio o por adhesión a un código ya existente desarrollado por alguna entidad externa) 19% considera que No aplica y aproximadamente 15% no responde. En las empresas, al menos 45% identifica las áreas deficitarias de gobierno corporativo y desarrollan un plan de mejoras.

(d) El Directorio en la selección, retribución, control y sustitución del gerente general y otros ejecutivos principales (pregunta 15.3.a):

Se observa que el Consejo no selecciona a los ejecutivos principales distintos al gerente general, pero aprueba las propuestas que éste hace (aproximadamente 64%) y solicita el reemplazo de ellos cuando es necesario (53% aproximadamente). Es interesante destacar que la Ley N°18.046 de sociedades anónimas expresa que “tendrán uno o más gerentes designados por el directorio, el que les fijará sus atribuciones y deberes, pudiendo

sustituirlos a su arbitrio”. Además, establece que el cargo de gerente es incompatible con el de presidente, auditor o contador de la sociedad y en las sociedades anónimas abiertas, también con el de consejero.

Cuando se trata de las filiales de la sociedad, la participación en la selección de los ejecutivos principales y del gerente general, así como en la planificación de sucesión de estos disminuye significativamente.

(e) El Consejo respecto de la retribución al gerente general y los ejecutivos principales (remuneraciones, compensaciones e indemnizaciones) y el alineamiento de ésta a los objetivos de la sociedad (pregunta 17.4):

En esta materia existe una alta dispersión en las respuestas y aproximadamente 22% de los encuestados no responde a todos los ítems. Además, en la consideración de las evaluaciones de desempeño de los ejecutivos principales para establecer las políticas de remuneraciones y de compensaciones de estos, aproximadamente 19% opina que este ítem No Aplica.

Que el Consejo explica cómo la política de remuneraciones de la sociedad se alinea con el interés de largo plazo de la compañía y sus accionistas, es calificado como Bajo o Nulo cumplimiento por el 20%, similar calificación otorgan los encuestados cuando se indica que el Consejo revisa que las retribuciones reales a los ejecutivos principales y a los consejeros coincidan con la política definida. Por último, respecto que el Consejo revela públicamente la política de retribución de los ejecutivos principales, el 25% de los encuestados declara Nulo cumplimiento.

En este último punto llama la atención el bajo porcentaje, porque a esa fecha ya estaba en aplicación la NIC 24 *Información a revelar sobre partes relacionadas*, que establece que se deberá revelar las remuneraciones del personal clave de la gerencia, separadamente por categorías ((a) beneficios a los empleados a corto plazo; (b) beneficios post-empleo; (c) otros beneficios a largo plazo; (d) beneficios por terminación; y (e) pagos basados en acciones. Además la ley N°18.046 de sociedades anónimas obliga al “Comité de directores” (cuando sea obligación tenerlo) que examinen los sistemas de remuneraciones y planes de compensación de los gerentes, ejecutivos principales y trabajadores de la sociedad. Finalmente, es pertinente agregar que la NCG N°30 de la SVS establece que de manera

global y en forma comparativa respecto del ejercicio anterior, deberá informarse el monto de las remuneraciones percibidas por los ejecutivos principales.

(f) El Consejo, respecto del control y gestión de los conflictos de interés y transacción con partes relacionadas (21.7.a):

Entre 25% a 28% de los encuestados no responde acerca del cumplimiento de este concepto. En las sociedades, el Consejo identifica los focos de conflictos de interés con Total cumplimiento 31% y Alto cumplimiento 32%.

Solo entre 15% a 24% de los encuestados califican con Total cumplimiento que el Consejo define, diseña y maneja políticas referidas a conflictos de interés y la realización de transacciones con partes relacionadas más allá de lo que exige la ley. Algo similar ocurre con la existencia de un sistema de control interno diseñado para facilitar la supervisión y la gestión de potenciales conflictos de interés, para facilitar la supervisión del uso de activos de la sociedad para fines ajenos a ésta, y para facilitar la supervisión de la realización de transacciones con partes relacionadas. Además, alrededor de 42% de los encuestados señala Total o Alto cumplimiento en que el Consejo vigila el funcionamiento de los sistemas de control interno antes mencionados. No obstante, 7% responde que no existe un sistema de control interno diseñado para facilitar la supervisión del uso de activos de la sociedad para fines ajenos a ésta.

La ley N° 18.046 de sociedades anónimas señala que, la celebración de actos o contratos con partes relacionadas, deberá aprobarse por la junta general extraordinaria de accionistas y requerirá del voto conforme de las dos terceras partes de las acciones emitidas con derecho a voto. Además en el Título XVI, se refiere a las Operaciones con Partes Relacionadas en las Sociedades Anónimas Abiertas y sus Filiales. Sin embargo, también señala que solo será necesaria la autorización del Consejo cuando se trate de operaciones que no sean de un monto relevante, o sean consideradas ordinarias según la habitualidad definida, o bien, la sociedad posea directa o indirectamente, al menos 95% de la propiedad de la contraparte.

En la NCG N°30 de la SVS, indica que el “Comité de Directores” deberá informar en la memoria cuando ha revisado transacciones entre partes relacionadas.

(g) El Consejo y la revelación de la posición en valores y transacciones, que directa o indirectamente, realiza con ellos (pregunta 22 a la 25):

El Consejo respecto de revelar la posición que mantienen en valores de la misma sociedad y entidades del grupo empresarial de ésta, y las transacciones que, directa o indirectamente, realizan con esos valores, 61% de los encuestados señala que se cumple y 30% no responde.

El Consejo respecto de revelar la posición que mantienen en valores de los proveedores, clientes y competidores más relevantes de la sociedad, y las transacciones que, directa o indirectamente, realizan con esos valores, entre 52% y 55% de los encuestados señalan que se cumple y entre 16% y 18% no responde.

La ley N° 18.045 de Mercado de Valores, establece que los consejeros, administradores, gerentes, ejecutivos y otros deberán, además, informar mensualmente y en forma reservada, al Consejo o administrador del emisor, su posición en valores de los proveedores, clientes y competidores más relevantes de la entidad, incluyendo aquellos valores que posean a través de entidades controladas directamente o a través de terceros.

El organismo regulador ha emitido la NCG N°270, en 2009, que establece normas para la publicidad de políticas y procedimientos relativos a la adquisición o enajenación de valores de la entidad y al manejo y divulgación de información para el mercado.

El organismo regulador consulta la opinión al encuestado (pregunta 27) ¿Cree que la política que establece normas, procedimientos, mecanismos de control y responsabilidades, conforme a las cuales los consejeros, administradores, gerentes y ejecutivos principales, pueden adquirir o enajenar valores de la sociedad, debiese considerar también valores de los competidores, proveedores y clientes que determine la sociedad? Responde afirmativamente 39%, negativamente 31% y no responde 30%.

(h) El Consejo, respecto de la integridad de los informes contables y financieros de la compañía y de los adecuados sistemas de gestión y de control interno respecto de dichos informes (pregunta 28.8):

Entre 32% a 34% de los encuestados no responde sobre el tema.

La administración establece y mantiene sistemas de control que aseguren la confiabilidad en el registro de las transacciones y en la información financiera que se reporta, así como de la detección oportuna de adquisición, uso o disposición no autorizados de activos de la sociedad, 33% de los encuestados lo califica como de Total cumplimiento.

El Consejo actúa para obtener la seguridad razonable que la auditoría de los estados financieros ha sido efectuada de manera independiente y competente, es lo que responde 31% de los encuestados reconociendo Total cumplimiento.

El 8% de los encuestados responde que la entidad no informa al mercado, por lo menos una vez al año, sobre la estructura y políticas de gobierno corporativo adoptadas por ésta (composición, funcionamiento del Consejo y prácticas de buen gobierno societario), 7% considera que No Aplica y 11% señala Bajo cumplimiento.

Alrededor de 55% de las empresas señala que el Consejo examina los factores de riesgo propios del negocio de la sociedad.

En la Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas, se señala que el Comité de directorio debe preparar un informe anual de su gestión, en que se incluyan sus principales recomendaciones a los accionistas, además entre otras responsabilidades debe examinar los informes de los auditores externos, el balance y demás estados financieros presentados por los administradores o liquidadores de la sociedad a los accionistas, y pronunciarse respecto de éstos en forma previa a su presentación a los accionistas para su aprobación.

(i) El Consejo respecto de la supervisión del proceso de divulgación de información y de las comunicaciones (pregunta 29.9):

Esta materia, que está regulada por la Ley N°18.045 de Mercado de Valores, por la Ley N°18.046 de Sociedades Anónimas y que existe normativa emitida por la Superintendencia de Valores y Seguros, sorprende que no sea respondida por aproximadamente 34% de los encuestados.

Entre 33% a 43% de las empresas revelan Total o Alto cumplimiento en que el Consejo sanciona las infracciones cometidas por parte de consejeros o ejecutivos principales a las disposiciones del Manual de Manejo de Información de Interés para el Mercado y supervisa los sistemas implementados para garantizar que la información al mercado sea comunicada

de forma oportuna. Solo 5% muestra Bajo cumplimiento, 3% lo califica como Nulo cumplimiento y alrededor de 6% a 13% considera que No aplica.

En la NCG N°270 se establece normas para la publicidad de políticas y procedimientos relativos a la adquisición o enajenación de valores de la entidad y al manejo y divulgación de información para el mercado. Le corresponde al Consejo de la compañía, establecer las disposiciones del "Manual de Manejo de Información de Interés para el Mercado", así como sus eventuales modificaciones, actualizaciones e interpretaciones. Las sociedades deberán adoptar políticas y normas internas referidas, por una parte, al tipo de información que será puesta a disposición de los inversionistas y por otra, a los sistemas implementados para garantizar que dicha información sea comunicada en forma oportuna.

(j) De los Comités (pregunta 36.11):

Tal como señalamos anteriormente la ley solamente exige que se constituya un "Comité de directores" cuando la empresa cumpla determinadas características, al año siguiente. Y que se exime de la obligación cuando no persistan esas características.

Las principales facultades y deberes que en la ley se establece para el comité son:

1) Examinar los informes de los auditores externos, el balance y demás estados financieros presentados por los administradores o liquidadores de la sociedad a los accionistas, y pronunciarse respecto de éstos en forma previa a su presentación a los accionistas para su aprobación, 2) Proponer al Consejo nombres para los auditores externos y clasificadores privados de riesgo, en su caso, que serán sugeridos a la junta de accionistas respectiva, 3) Examinar los antecedentes relativos a las operaciones entre partes interesadas y evacuar un informe respecto a esas operaciones. 4) Examinar los sistemas de remuneraciones y planes de compensación de los gerentes, ejecutivos principales y trabajadores de la sociedad, 5) Preparar un informe anual de su gestión, en que se incluyan sus principales recomendaciones a los accionistas, 6) Informar al Consejo respecto de la conveniencia de contratar o no a la empresa de auditoría externa para la prestación de servicios que no formen parte de la auditoría externa, cuando ellos no se encuentren prohibidos legalmente. Además, podríamos decir que este Comité es una mezcla de Comisión de Auditoría y de Comisión de Retribuciones, según se distinguen en otras legislaciones o en códigos de gobierno corporativo.

En la ley chilena se indica que el presidente del Consejo no podrá integrar el comité ni sus subcomités, salvo que sea consejero independiente.

Nuevamente se observa que 35% de los encuestados no responde a las preguntas referidas a este concepto.

Según los encuestados, a lo más 19% considera que existe Total o Alto cumplimiento respecto de informar en la junta de accionistas el mandato de los miembros del Consejo cuando se crean comités. Respecto de promover la constitución de comités específicos, adicionales a lo exigido por ley, para examinar materias que impliquen un conflicto potencial de intereses 30% la califica en Total o Alto cumplimiento y 37% le otorga igual calificación a la creación de comités funcionales para analizar aspectos relevantes del negocio de la sociedad.

En Chile, a febrero del año 2015, no existe normativa o ley que obligue a las sociedades a informar a los accionistas el rol que cumple cada consejero elegido, ni de la composición ni del rol de los consejeros en cualquier comité que constituyan. Excepto cuando la sociedad anónima está obligada a constituir el “Comité de directores”, en cuyo caso las actividades que desarrolle el comité, su informe de gestión anual y los gastos en que incurra, incluidos los de sus asesores, serán presentados en la memoria anual e informados en la junta ordinaria de accionistas.

(k) De la información que la sociedad entrega a sus accionistas sobre los consejeros (pregunta 37.12):

Los encuestados, entre 41% a 44% no responden a este concepto.

La ley y la normativa no exigen información completa sobre la ocupación que le corresponde a cada miembro del Consejo cuando integra varios Comités, ni requiere información general sobre el trabajo o actividad principal de cada consejero si éste lo tuviere, ni obliga a dar información sobre otros cargos de cada consejero mantenidos al mismo tiempo, ni información del registro de asistencia a las reuniones del Consejo, ni información del registro de asistencia a las reuniones de comités, ni información de cualquier otro trabajo emprendido por encargo del Consejo, ni información de la remuneración asociada a ese otro trabajo emprendido a nombre del Consejo. Aun así entre 16% a 29% de los encuestados responde afirmativamente al cumplimiento de estos ítems.

En el Reglamento de Sociedades anónimas (2012) se señala que “las deliberaciones y acuerdos del directorio deberán constar en actas almacenadas en medios que a lo largo del tiempo garanticen la fidelidad e integridad de tales deliberaciones y acuerdos y den certeza de la autenticidad de las firmas y anotaciones que quienes las sostuvieron, compartieron y suscribieron; así como de aquellos que se opusieron o estamparon salvedades”.

La NCG N° 30 establece la información mínima que deberá revelarse respecto del Consejo (número de sus integrantes, si hay suplentes, duración en el cargo, identificación de cada uno de los integrantes del Consejo que hayan formado parte de éste durante los últimos dos años, calidad de consejero titular o suplente, fecha de su nombramiento o última reelección como también de su cesación en el cargo cuando proceda. Presentar en forma comparativa respecto del ejercicio anterior, las remuneraciones percibidas por cada uno de los miembros del Consejo, identificando el origen de las mismas, si son fijas o variables, las que provienen de funciones o empleos distintos del ejercicio de su cargo o por concepto de gastos de representación, viáticos, regalías y en general todo otro estipendio. Monto desembolsado por asesorías contratadas por el Consejo (incluida la firma auditora a cargo de la auditoría de estados financieros). También establece la información mínima respecto del “Comité de directores” (conformación obligatoria o voluntaria, identificación de cada uno de los integrantes durante los 2 últimos ejercicios, indicando quienes detentan o han detentado la calidad de consejeros (directores) independientes, En forma comparativa respecto del ejercicio anterior, las remuneraciones percibidas por cada uno de los miembros del comité, actividades que éste haya desarrollado, informe de revisión de transacciones entre partes relacionadas, informe de gestión anual del comité, en que se incluyan sus principales recomendaciones a los accionistas, asesorías contratadas por el “Comité de Directores”.

En el Reglamento de sociedades anónimas (2012), se indica que cualquiera otra remuneración de los consejeros por funciones o empleos distintos del ejercicio de su cargo, deberá ser autorizada o aprobada por la junta de accionistas.

(I) De la capacitación de los consejeros y de la disponibilidad de tiempo para el ejercicio del cargo (pregunta 38.13):

De los encuestados 39% no responde a este concepto.

Entre 53% a 57% señala que la sociedad no capacita a los consejeros que asumen el cargo ni durante el desempeño del mismo. Además, que la sociedad no tiene como política limitar el número de consejos a los que un mismo consejero puede pertenecer.

Por otra parte, no hay leyes, normas ni reglamentos que establezcan que al asumir el cargo los consejeros deben asistir a un programa de capacitación que les permita cumplir sus deberes individuales (capacitación no necesariamente entregada por la sociedad). Tampoco está establecido un límite de consejos que pueda asumir una persona en el mismo período.

También se observa que 57% de los encuestados responde que no se limita su participación en varios consejos. El 17% de los consejeros pertenece a 3 o más consejos.

(m) Del acceso de los consejeros a información precisa, relevante y oportuna para cumplir sus responsabilidades (pregunta 41.14):

De los encuestados entre 39% a 54% no responde a este concepto.

En el Reglamento de sociedades anónimas (2012) se indica que cada director deberá ser informado plena y documentadamente de la marcha de la sociedad por parte del gerente general o el que haga sus veces. El derecho a ser informado puede ser ejercido en cualquier tiempo y, en especial, en forma previa a la sesión de consejo respecto de la información y antecedentes necesarios para deliberar y adoptar los acuerdos sometidos a su pronunciamiento en la sesión respectiva. El ejercicio del derecho de ser informado por parte del consejero es indelegable. La ley N° 18.046 además agrega que este derecho debe ser ejercido de manera de no afectar la gestión social.

Por lo anterior, no debiera haber respuesta negativa (entre 6% a 9%) por parte de los encuestados respecto a que los consejeros reciben con anticipación y oportunamente información relevante.

En el caso de los consejeros a los que se pide participar en comités distintos al “comité de directores”, se les permite mantener asesores independientes (35% de los encuestados responde negativamente) y si son pagados por la sociedad (18% de los encuestados califica negativamente).

(n) De la información que la sociedad provee a los accionistas de la Junta (pregunta 42.15):

Con relación a si en la sociedad se proporciona, con suficiente antelación a las reuniones, más información que la mínima requerida por ley, para que los accionista puedan tomar mejores decisiones en las juntas de accionistas, nuevamente destacamos que 38% de los encuestados no responde y que el incumplimiento solamente alcanza a 4%.

(o) La sociedad, respecto a la utilización de sistemas de votación a distancia (pregunta 20.6):

No se utiliza el sistema de votación a distancia en las juntas generales de accionistas ni para la elección de los consejeros, por el contrario, 40% de los encuestados reconoce que los consejeros participan en las reuniones del Consejo en forma remota.

La ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas señala que se entenderá que participan en las sesiones aquellos consejeros que, a pesar de no encontrarse presentes, están comunicados simultánea y permanentemente a través de medios tecnológicos que autorice la Superintendencia (SVS), mediante instrucciones de general aplicación. En este caso, su asistencia y participación en la sesión será certificada bajo la responsabilidad del presidente, o de quien haga sus veces, y del secretario del consejo, haciéndose constar este hecho en el acta que se levante de la misma.

(p) Un Código de buenas prácticas de gobierno corporativo y un índice de revelación del cumplimiento de las mismas (pregunta 44.17.a):

Consultados los encuestados sobre la existencia de un Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo establecido por el organismo regulador, bajo el principio de “Cumplir o Explicar” (obligación de las sociedades de seguir las recomendaciones de gobierno corporativo, o en su caso, explicar la razón de la falta de seguimiento de ellas), han señalado:

Alrededor de 41% de los encuestados no responde, y aquellos que respondieron, opinan que:

- Mejoraría el gobierno corporativo de cada sociedad (51%)
- Aumentaría la confianza de los inversionistas en el mercado de capitales (50%)

- Haría la regulación más costo-eficiente, ya que permite autorregular por la sociedad aspectos que alternativamente podrían establecerse por ley (48%)
- Fomentaría la participación de la sociedad en el establecimiento de nuevas prácticas de buen gobierno corporativo (48%)
- Protegería a los inversionistas minoritarios (46%)
- Generaría complementariedades que facilitarían el cumplimiento de las leyes y normativa vigente en el mercado de valores (45%)
- Disminuiría las asimetrías de información (44%)
- Aumentaría el valor de mercado de la sociedad (34%).

En este punto es importante destacar que cuando la SVS (Coloma, 2013) considera solamente la respuesta de los directores (36% independientes) los resultados obtenidos son diferentes.

- Mejoraría el gobierno corporativo de cada sociedad (de 51% sube a 86%)
- Aumentaría la confianza de los inversionistas en el mercado de capitales (de 50% sube a 87%)
- Haría la regulación más costo-eficiente, ya que permite autorregular por la sociedad aspectos que alternativamente podrían establecerse por ley (de 48% sube a 84%)
- Fomentaría la participación de la sociedad en el establecimiento de nuevas prácticas de buen gobierno corporativo (de 48% sube a 80%)
- Protegería a los inversionistas minoritarios (de 46% sube a 73%)
- Generaría complementariedades que facilitarían el cumplimiento de las leyes y normativa vigente en el mercado de valores (de 45% sube a 79%)
- Disminuiría las asimetrías de información (de 44% sube a 68%)
- Aumentaría el valor de mercado de la sociedad (34% sube a 60%).

(q) La revelación de un índice del grado de cumplimiento de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo (pregunta 45.17.b):

Alrededor de 41% de los encuestados no responde a las preguntas sobre la existencia y revelación de un índice del grado de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo. Sin embargo, los que respondieron a los distintos ítems, señalan que:

- Fomentaría la preocupación por lograr altos estándares de buenas prácticas de Gobierno Corporativo (53%)
- Es una práctica necesaria en el contexto de la transparencia de la información (47%)
- Es necesario para proporcionar información comparativa a los stakeholders (45%)
- Es necesario para proporcionar información comparativa a los inversionistas del país y del extranjero (40%)
- Es necesario que sea publicado por el organismo regulador (38%)
- Sería conveniente que fuera generado por la Bolsa de Valores (25%)

(r) De la formalidad y transparencia del proceso de candidaturas y elección de los miembros del Consejo (pregunta 5 del cuestionario consensuado en 2010):

El proceso de candidaturas y elección de los miembros del Consejo ha sido un tema que el regulador excluyó del cuestionario.

En la ley N° 18.046 de sociedades anónimas solamente se hace referencia a la candidatura del consejero independiente. No obstante, en el Reglamento de Sociedades Anónimas (2012) amplía el concepto señalando que los accionistas podrán proponer anticipadamente candidatos al cargo de consejero de la sociedad, los que serán sometidos a votación de la junta de accionistas. En caso que al momento de efectuarse la elección el número de candidatos sea inferior a la cantidad de cargos a proveer, el presidente del consejo podrá proponer candidatos a objeto de completar dicho número. El gerente general deberá informar a los accionistas, por los medios que estime pertinente, y en su sitio de Internet, si lo tuviere, la lista de candidatos a consejero que, en su caso, hubieren aceptado su nominación y declarado no tener inhabilidades para desempeñar el cargo, con al menos dos días de anticipación a la junta. En caso de no ser posible informar a los accionistas dicho listado con anticipación, bastará que el listado sea puesto a disposición de los accionistas al inicio de la junta.

Se podrán agregar candidatos a la lista, aún en la misma junta, si quien lo propone presenta un documento en que el candidato acepta su nominación y declara no tener inhabilidades para desempeñar el cargo.

Ante la consulta ¿Ha tenido dificultades la sociedad para encontrar candidatos a consejero que cumplan con el nuevo carácter de independiente que establece la ley? (pregunta 32). El 16% de los encuestados responde afirmativamente, 38% negativamente y 46% no responde.

Proseguimos presentando las principales conclusiones obtenidas en el estudio, que nos ha permitido conocer cómo desempeñan su rol los miembros del Consejo.

5.2.4 Conclusiones del estudio del rol del Consejo

La alta omisión de respuesta en varios temas sobre los cuales existe regulación legal y normativa emitida por el organismo regulador de las sociedades cotizadas, hace pensar que ello ocurre porque desconocen la respuesta o existe el ánimo de no comunicar la información.

Las preguntas del cuestionario en promedio ha sido respondidas por dos tercios de los encuestados o menos aproximadamente (35 % no responde), esto revela dos aspectos importantes, lo primero que la información que maneja el organismo regulador (SVS) y el investigador puede estar sesgada y lo segundo, que cuando se le otorga carácter de voluntario a la entrega de información, la tendencia es a no revelar y que el cumplimiento puede ser en la forma pero no en el fondo.

Los directores de las sociedades tienen mejor percepción sobre la utilidad de la existencia de un Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo establecido por el organismo regulador, bajo el principio de “Cumplir o Explicar”.

Más de la mitad de las sociedades no cuenta con algún procedimiento interno (reglamentos, estatutos, códigos, entre otros) que considere la aplicación de sanciones por incumplimiento de los deberes como consejero. Insistimos que la ley establece lo que está prohibido hacer a un consejero, sin embargo, no limita las tareas mínimas que debe satisfacer para cumplir con su rol.

Aunque en la legislación chilena se establece indicaciones sobre el rol de los consejeros, este tiene un alcance muy global y no detalla las responsabilidades como se hace en la OCDE. El deber de cuidado y diligencia de los consejeros los obliga a participar activamente en el Consejo y comités, en su caso, asistiendo a las sesiones, instando que el Consejo se reúna cuando lo estime pertinente, exigiendo que se incluya en la orden del día aquellas materias que considere convenientes, de acuerdo con la ley y los estatutos sociales, y a oponerse a los acuerdos ilegales o que no beneficien el interés de la sociedad de la cual es director (Nuevo Reglamento de Sociedades anónimas, Ministerio de Hacienda, 2012).

La información que la sociedad entrega a sus accionistas sobre los consejeros se desconoce o no se revela según este estudio, dado que sobre el 40% de los encuestados no responde.

En la participación de los consejeros en la gestión operacional de la sociedad, se presenta una alta dispersión en las respuestas, posiblemente porque algunos encuestados entienden que no es una actividad que les compete.

La autoevaluación y la coevaluación del desempeño de cada miembro del Consejo, no es una práctica que pudiera ser bien percibida por los consejeros. Una tarea que debiera ser regular y de Total cumplimiento, como lo es la supervisión al desempeño de los ejecutivos principales, en algunos casos no se realiza.

Las prácticas de gobierno corporativo establecidas por la propia empresa, su revisión y explicación por no cumplimiento, no es una actividad regular en todas las sociedades. Pese a lo anterior en la mayoría de las sociedades se declara que existe la cultura de realizar buenas prácticas de gobierno corporativo.

No existe en todos los casos cuidado de que las políticas de remuneraciones al gerente general y a los ejecutivos principales coincida con su desempeño y alineamiento a los objetivos de la sociedad.

Se detecta que existen sociedades que no cumplen con las normas de revelación de remuneraciones establecida en las Normas Internacionales de Información Financiera.

El Consejo, respecto del control y gestión de los conflictos de interés y transacción con partes relacionadas y otras materias relacionadas, tiene mayor cumplimiento porque existen

normas legales explícitas sobre el tema y el organismo regulador también ha emitido normativa.

La opinión negativa o la falta de respuesta frente al tema de la revelación que deben hacer los miembros del Consejo de la posición en valores y transacciones con ellos, sean de la propia entidad, de los competidores, proveedores y clientes de la misma, permite percibir que hay desconocimiento de la normativa y de la ley que lo exige.

Al primer bimestre de 2012, período de aplicación del cuestionario, no existe normativa o disposición legal que obligue a la sociedad a Informar al mercado, por lo menos una vez al año, sobre la estructura y políticas de gobierno corporativo adoptadas por ésta (composición, funcionamiento del Consejo y prácticas de buen gobierno societario).

Aun cuando el Manual de Manejo de Información de Interés para el Mercado está establecido por el regulador (SVS), cumpliendo con el marco legal que asegura que haya suficiente y oportuna información para los inversionistas, existe el caso de algunas empresas en las cuáles hay incumplimiento (así lo califican entre 1 a 4% de los encuestados).

La información referida a los Comités, más allá de lo exigido por la ley, solo la revelan algunas de las sociedades. Un medio para revelar esa información sobre funcionamiento y composición de los comités permanentes y los ad hoc para tratar situaciones específicas, es el informe de la compañía sobre sus prácticas de gobierno corporativo.

No es política de las sociedades en general capacitar a los consejeros para que puedan desempeñar su rol con eficiencia. La complejidad de la sociedad en que participa una persona como consejero, es posible que sea un elemento a considerar al evaluar a cuántos consejos podría atender en un mismo período. Masulis y Mobbs (2014) encuentran que los consejeros que pertenecen a varios directorios, reparten de manera desigual la atención dependiendo del prestigio del directorio.

Aunque hay disposiciones normativas y legales acerca de que los consejeros tienen derecho a obtener información precisa, relevante y oportuna para cumplir sus responsabilidades, en todas las sociedades no hay cumplimiento.

En diferentes cuerpos legales y normativos se exige proporcionar tanta información a los accionistas y al mercado, que es difícil que se presente alto incumplimiento en la revelación de información.

Por todo lo anterior, se puede concluir que la hipótesis del estudio se comprueba parcialmente.

5.2.5 Recomendaciones

Las sociedades deben revelar públicamente información del Consejo, de sus miembros y de los comités, que permita a los participantes del mercado formarse un juicio acabado de la calidad del desempeño de sus respectivos roles y de la contribución a agregar valor a la empresa.

En las sociedades se debe proporcionar regularmente a los consejeros la debida capacitación y la necesaria información para puedan cumplir su rol de manera competente.

5.3 Análisis normativa emitida por el regulador de sociedades cotizadas

5.3.1 Norma de Carácter General N° 341

En noviembre del año 2012⁹⁴, la Superintendencia de Valores y Seguros emitió una Norma de Carácter General que establece normas para la difusión de información respecto de los estándares de gobierno corporativo adoptados por las sociedades anónimas abiertas (NCG N° 341). Esta normativa obliga a las sociedades a divulgar las prácticas de gobierno corporativo que voluntariamente adopte, mediante un formato que ha establecido. El directorio será responsable de explicar la forma en que es adoptada la práctica y explicar las razones en el caso que la sociedad no la hubiera adoptado. También permite que las sociedades incluyan otras prácticas que no se encuentran especificadas en el documento a completar. El informe estará referido al 31 de diciembre del año calendario y presentado a más tardar al 31 de marzo del año siguiente, y además de ser entregado al organismo regulador, a las bolsas de valores, deberá colocarse a disposición del público en su sitio en internet, en caso de contar con éste.

Destacamos que la NCG N° 341 incluye principios a ser evaluados, además, sirven para comprobar el cumplimiento de disposiciones incluidas en las leyes de mercado de valores

⁹⁴ En el marco del convenio de cooperación celebrado entre la SVS y la PUCV, los datos procesados fueron entregados el 10 de julio de 2012 al Sr. Fernando Coloma Correa, Superintendente de Valores y Seguros.

y de sociedades anónimas, así como de otras normas emitidas por el regulador: divulgación de información para el mercado, prestación de servicios simultáneos por parte de las empresas auditoras externas, conflictos de interés de los consejeros, votación a distancia, obligaciones de información y publicidad con los accionistas. No incluye expresamente estándares referidos a transacciones entre partes relacionadas, adquisición o enajenación de valores de la sociedad que son regulados legalmente.

5.3.2 Cumplir o Explicar

El organismo regulador de las sociedades anónimas cotizadas chilenas ha adoptado el principio conocido internacionalmente como “cumplir o explicar” (comply or explain), es decir las sociedades deberán indicar cómo adoptan las prácticas de gobierno corporativo o, en su caso, explicar la falta de seguimiento de esas prácticas. En Chile a diferencia de otros países, como por ejemplo se hace en España, la legislación no obliga a las sociedades a consignar en un Informe Anual de Gobierno Corporativo el seguimiento o falta de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo (ver Código Unificado, CNMV, 2013).

La utilización del principio “Cumplir o Explicar”, además de estar incorporado en los códigos de Buen gobierno corporativo en países referentes, se considera bajo la perspectiva de la OCDE (2006) análoga a las razones y explicaciones que debe proporcionar el evaluador adicionalmente a la calificación, ya que el resultado final puede deberse a aspectos referidos a sistema jurídico, organismos reguladores, involucrar mecanismos de mercado, observancia por parte de las empresas o una mezcla de ellos. Cabe hacer notar que en Estados Unidos no se aplica este principio, con la promulgación de la ley SOX en 2002 se exige a las empresas y a sus consejeros informar que cumplen con ella bajo riesgo de juicios y sanciones que incluso contemplan el encarcelamiento (Tricker, pp. 48, 2009).

Opinamos que Arcot y Bruno (2007) proporcionan una justificación al uso del “cumple o explica”, demostrando que empresas que no cumplen con determinadas disposiciones de gobierno corporativo no significa que se encuentren mal gobernadas y que por el contrario empresas que cumplen con todas las prácticas no necesariamente se traduce en mejor gobierno y mayor rendimiento. La mejor calidad de la explicación puede ser más importante que el cumplimiento (Shrives y Brennan, 2014). Por otro lado, se critica a este principio por la insuficiente calidad de las explicaciones proporcionadas cuando no se siguen las recomendaciones (Comisión de expertos en gobierno corporativo, 2013).

De allí la importancia de conocer y analizar las explicaciones de la adopción o no adopción de prácticas.

5.3.3 Alcance de las prácticas de gobierno corporativo en la NCG N° 341

A continuación presentamos el alcance de la NCG N° 341, considerando las prácticas que se derivan de dos procesos ocurridos en el año 2012: (a) de la aplicación del cuestionario para conocer el cumplimiento del rol de los consejos (enero-febrero) y (b) de la consulta al público sobre el borrador de la norma (julio).

5.3.3.1 Cuestionario aplicado: cumplimiento del rol de los consejos, en 2012

A partir de los resultados obtenidos del análisis de los datos recopilados con el cuestionario anteriormente explicado, cabe revisar aquellos ítems para los cuales se ha observado nulo cumplimiento o que los encuestados no han respondido, se ha revisado si estos han sido incorporados o no en la NCG N° 341.

5.3.3.1.1 Ítems del cuestionario incluidos en la NCG N° 341:

- El Consejo en la selección, retribución, control y sustitución del gerente general y otros ejecutivos principales. En este aspecto, entre 36% a 68% de los encuestados expresó que no había cumplimiento, en la NCG N° 341 se incluye la práctica referida al procedimiento de sucesión de los ejecutivos principales. “Tal procedimiento contempla políticas y mecanismos de selección de potenciales reemplazantes y el adecuado traspaso de funciones e información del gerente o ejecutivo principal a sus reemplazantes o al directorio”.
- La sociedad, respecto a la utilización de sistemas de votación a distancia. Si bien los encuestados reconocen que los directores participan en las reuniones de Directorio de manera remota, aproximadamente el 72% señaló que no utiliza sistemas de votación a distancia para sus juntas de accionistas ni sistemas de votación a distancia para la elección de directores. En la norma definitiva se indican dos prácticas relacionadas al tema. “La sociedad cuenta con un mecanismo que permite la votación remota y participación en tiempo real de los accionistas en las juntas de accionistas” y “La sociedad cuenta con mecanismos electrónicos que permiten divulgar oportunamente al mercado, en el transcurso de la junta de accionistas, los acuerdos que se adopten, así como otros sucesos de relevancia que ocurren durante ésta”.

- En la capacitación de los directores, al tomar posesión del cargo deben asistir a un programa de capacitación que les permita cumplir sus deberes individuales (capacitación no necesariamente entregada por la sociedad). Durante el desempeño de su cargo, la sociedad le ofrece a los directores un programa de capacitación que les permita cumplir de la mejor manera sus deberes individuales (capacitación no necesariamente entregada por la sociedad). Esta materia ha quedado incorporada en las prácticas de la NCG N° 341, a saber: “El directorio cuenta con un procedimiento/mecanismo para la inducción de cada nuevo director, por medio del cual éste se informe respecto de la sociedad, sus negocios, riesgos, políticas, procedimientos, principales criterios contables y del marco jurídico vigente más relevante y aplicable a la sociedad y al directorio” y “ El directorio cuenta con una política para la contratación de asesores especialistas en materias contables, financieras y legales que, entre otros aspectos, contempla la asignación de un presupuesto especial y suficiente para esos efectos. Además, dicha política es revisada anualmente, en función de las necesidades que para ello se prevean”.
- Del acceso de los directores a información precisa, relevante y oportuna para cumplir sus responsabilidades: Los miembros del Directorio a los que se pide participar en comités distintos al comité de directores, pueden mantener asesores independientes (sin costo para los directores). En el último año, la sociedad ha contratado a asesores independientes de miembros del Directorio en el ejercicio de sus cargos en comités distintos de comité de directores. Estas prácticas según 34% a 40% de los encuestados no se cumplen. Y son incorporadas en la NCG N° 341 tal como indicamos en el párrafo anterior.

5.3.3.1.2 Ítems del cuestionario NO incluidos en la NCG N° 341:

- El Consejo en el control de prácticas de gobierno corporativo (establecidas en leyes, normativas, o por la propia sociedad) evalúa al menos una vez al año el desempeño del directorio en su conjunto, los comités activos y a cada miembro del directorio. Aun cuando alrededor del 20 % de los encuestados señala que no se realiza esta práctica.
- El Consejo respecto de la retribución al gerente general y los ejecutivos principales (remuneraciones, compensaciones e indemnizaciones), explica cómo la política de remuneraciones de estos se alinea con el interés de largo plazo de la sociedad y de sus accionistas. Pese a que un quinto del total de los encuestados indica la ausencia de esta práctica.

- Sobre los Comités, se promueve la constitución de comités específicos, adicionales a lo exigido por ley, para examinar materias que impliquen un conflicto potencial de intereses. Se promueve la creación de comités funcionales para analizar aspectos relevantes del negocio de la sociedad. Se informa en la junta de accionistas el mandato de los miembros del Directorio cuando se crean comités. Se producen informes sobre el procedimiento de trabajo de los comités permanentes y ad hoc del Directorio. La divulgación de los informes anteriores se realiza en el informe de la compañía sobre sus prácticas de gobierno corporativo. Entre 11% a 13% de los encuestados ha expresado nulo cumplimiento.
- De la información que la sociedad entrega a sus accionistas sobre cada uno los directores: la ocupación que le corresponde a cada miembro del Directorio cuando integra varios Comités, el trabajo o actividad principal de cada director si éste lo tuviere, otros cargos mantenidos al mismo tiempo, registro de asistencia a las reuniones de Directorio, registro de asistencia a las reuniones de comités, de cualquier otro trabajo emprendido por encargo del Directorio, de la remuneración asociada a ese otro trabajo emprendido a nombre del Directorio. Aspectos que pudieran estar cubiertos en la NCG N° 341 con motivo de la postulación y elección de directores, pero no se incluye como una práctica separada. En todo caso entre 28% a 42% de los encuestados responde negativamente en el cuestionario.
- Como política de la sociedad, se limita el número de consejos a los que un mismo consejero de ella puede pertenecer. Solamente 5% de los encuestados reconoce el ejercicio de esta práctica en la sociedad, aproximadamente 57% señala que no existe y el resto no responde.
- ¿La sociedad cuenta con algún procedimiento interno (reglamentos, estatutos, códigos, entre otros) que considere la aplicación de sanciones por incumplimiento de los deberes como consejero? Aunque aproximadamente el 54% de los encuestados respondió negativamente a esta pregunta del cuestionario, no se ha incluido la materia en la NCG N° 341. Se refiere a sanciones de la sociedad a sus consejeros, no a lo que señala la ley. En la NCG N° 341 solo expresa “El directorio ha implementado un Código de Conducta Ética, que define los principios que guían el actuar de todo su personal, independiente del vínculo contractual con ella, y cuenta con procedimientos adecuados para capacitar a su personal respecto de tales principios”.

5.3.3.2 Consulta al público

El 4 de julio de 2012 la SVS puso en consulta⁹⁵ un borrador de norma que permitiría a los inversionistas y al público en general, tener más y mejor información respecto de los gobiernos corporativos de las sociedades anónimas y promover a que éstas adopten buenas prácticas en esa materia (comunicado de prensa SVS, 2012).

La autoevaluación de prácticas de gobierno corporativo realizada por el Consejo se refiere a:

1. Ejercicio del cargo de consejero en la empresa y de la inducción y preparación del mismo.
2. Relación entre la sociedad, los accionistas y el público en general.
3. Sustitución, retención y compensación de los ejecutivos principales.
4. Definición, implementación y supervisión de políticas y procedimientos de control interno y gestión de riesgos en la empresa.

Para conocer sobre el alcance de NCG N° 341 resulta interesante observar algunas prácticas que no fueron incorporadas en esa norma, es el caso de la escala de evaluación de cuatro niveles comprendiendo las posibilidades de “Completo”, “Amplio”, “Parcial” y “No cumplimiento” que fue sustituida por una respuesta dicotómica de “SI” o “NO” respecto de la adopción de la práctica (Ver Anexo 12 y Anexo 13). La anterior escala era más consistente con las categorías definidas por la OCDE (2006) en la metodología para la evaluación de la implementación de los principios en gobierno corporativo. Una mejor graduación al calificar el cumplimiento de las prácticas permitiría estudiar la coherencia que tiene la calificación otorgada con la explicación desarrollada por el Consejo de la sociedad en la autoevaluación.

Continuamos revisando materias importantes que *fueron excluidas* de la norma definitiva al término del período de consulta:

- “El directorio se reúne periódicamente con la persona, o unidad de la entidad, encargada de verificar que las políticas, procedimientos y controles internos de la sociedad estén siendo efectivamente cumplidos por toda la organización, para conocer la opinión de aquéllos en cuanto a la efectividad, atingencia o eventuales mejoras de tales políticas,

⁹⁵ La SVS coloca a disposición de las entidades que supervisa y público en general los borradores de normas para recibir comentarios, sin publicar los comentarios recibidos.

procedimientos y controles”. En este caso, lo omitido no se encuentra expresado en la ley ni en la normativa.

- “El Consejo informa anualmente a los accionistas los hallazgos materiales resultantes de las actividades de control interno realizadas en el año y la forma en que las falencias detectadas fueron resueltas, o el plan de acción por medio del que se resolverán aquellas no abordadas en el año”. Ha sido omitido quizás porque en la ley de sociedades anónimas se expresa la obligación del “Comité de directores” de preparar un informe anual de su gestión, en que se incluyan sus principales recomendaciones a los accionistas.
- “El directorio informa a los accionistas de los principales riesgos que enfrenta la empresa y los mecanismos, procedimientos y controles utilizados para manejar dichos riesgos”. Posiblemente ha sido omitido porque la NCG N° 346 señala que la administración de la entidad deberá describir, distinguiendo, los factores de riesgos propios de la actividad y aquellos referidos al mercado en general, así como las principales estrategias o medidas utilizadas para mitigarlos y la efectividad de las mismas.
- “Ningún director de la entidad desempeña dicho cargo, o el de ejecutivo principal, en algunos de los principales competidores, clientes o proveedores de ésta”. En este caso, también lo omitido no se encuentra expresado en la ley ni en la normativa. En la ley de mercado de valores se indica que los consejeros y los ejecutivos principales deberán informar mensualmente y de forma reservada su posición en valores de los proveedores, clientes y competidores más relevantes de la entidad, incluyendo aquellos valores que posean a través de entidades controladas directamente o a través de terceros. En la ley de sociedades anónimas expresa que no se considerará consejero independiente a quienes hubiesen sido socios o accionistas que hayan poseído o controlado, directa o indirectamente, 10% o más del capital; directores; gerentes; administradores o ejecutivos principales de los principales competidores, proveedores o clientes de la sociedad. Entonces es posible que se haya omitido por la alta concentración de la propiedad y la existencia de grupos económicos con gran diversificación de la inversión, es muy frecuente encontrar que una misma persona que es director en una sociedad sea el gerente en otra del grupo.

Por otro lado, en el borrador se incluyeron prácticas que fueron *modificadas* en la NCG definitiva y es importante conocer algunas; a saber:

- “El directorio cuenta con un procedimiento establecido para que un tercero evalúe su funcionamiento y el desempeño de cada director, discutiéndose los resultados de dichas evaluaciones al menos en una reunión anual del directorio” texto que en la NCG queda como sigue “El directorio cuenta con un procedimiento establecido para detectar e implementar eventuales mejoras en el funcionamiento del directorio en su conjunto y ese proceso es realizado al menos una vez al año por una persona o entidad ajena a la sociedad”. Se proponía una evaluación individual del desempeño de cada consejero, que finalmente se dejó referida al conjunto, es decir al Consejo.
- “El directorio cuenta con un Código de Conducta que: (i) describa el comportamiento esperado del director de la entidad; (ii) describa lo que se entiende por conflicto de interés; (iii) identifique las principales situaciones que constituyen un conflicto de interés; y (iv) describa el procedimiento que debe seguir un director para declarar y resolver un potencial conflicto de interés”. En el borrador de NCG esta práctica se encontraba descrita bajo el “principio” referido al adecuado ejercicio del cargo de director en la empresa y de la inducción y preparación para el mismo. En la NCG definitiva se señala “el directorio se rige por un Código de Conducta que como mínimo: (i) identifica las principales situaciones que configuran un conflicto de interés; y (ii) describe el procedimiento que debe seguir un director para declarar y resolver un conflicto de interés. Dicho Código, se refiere al menos a situaciones que, a pesar de no estar específicamente contenidas en la ley, de ser mal resueltas, podrían terminar afectando el interés social. Con todo, se deberá indicar si ese Código de Conducta está o no a disposición de los accionistas y el público en general”. Se puede observar que en la práctica definitiva a evaluar no incluyó la descripción del comportamiento esperado del consejero, más aún, aparece bajo la práctica “Tratamiento por el directorio de los potenciales conflictos de interés que pueden surgir en el ejercicio del cargo de director”. Por tanto, solamente se refiere al aspecto de conflicto de interés.
- “El directorio ha establecido una política, mediante la cual se define el tiempo mínimo deseable que cada director deba destinar a sus funciones en la entidad y la cantidad máxima de directorios de otras entidades que es recomendable que cada director participe durante el periodo en ejercicio de su cargo, para no descuidar sus deberes con la sociedad. Dicha política y el grado de cumplimiento anual de ésta, por parte de cada

director, está a disposición de los accionistas y el público en general”, texto que en la NCG queda como sigue “El directorio ha establecido una política mediante la cual se propone a los directores el tiempo mínimo mensual que, en su opinión, es deseable que cada director deba destinar exclusivamente al cumplimiento de dicho rol en la sociedad, en atención a las características particulares de ésta. Con todo, se deberá indicar si esa política está o no a disposición de los accionistas y el público en general”. La práctica señalada en el borrador de NCG era más terminante en los límites a cada consejero, en cambio la práctica definitiva a evaluar es sugerida y no limita el máximo de consejos a los cuales puede pertenecer.

- “Para efectos del proceso de postulación y elección de directores, el directorio en ejercicio elabora y pone a disposición de los accionistas, con al menos dos días de anticipación a la junta, un documento que contiene la experiencia y perfil profesional de cada uno de los candidatos a director de la entidad”. En la norma definitiva se cambió “Para efectos del proceso de postulación y elección de directores, el directorio cuenta con una política y procedimiento a objeto que el gerente general elabore y ponga a disposición de los accionistas, con al menos dos días de anticipación a la junta, un documento que contenga la experiencia y perfil profesional de los candidatos a director que, hasta ese momento hayan provisto dicha información a la sociedad”. En nuestra opinión, es mejor que sea el gerente general quien prepare la información de los candidatos.
- “La sociedad cuenta con un procedimiento establecido y de conocimiento de todo quien desempeñe funciones para ésta, especialmente diseñado para la denuncia de eventuales fraudes, irregularidades o ilícitos al directorio, que dé garantías respecto de la confidencialidad de la identidad del denunciante” es modificada por “La sociedad cuenta con un procedimiento establecido y conocido por todo su personal, cualquiera sea el vínculo contractual con ella, especialmente diseñado para la denuncia de eventuales irregularidades o ilícitos, que dé garantías respecto de la confidencialidad de la entidad del denunciante”. La modificación importante es que la denuncia ya no se dirige al Consejo, debiera establecerse explícitamente procedimientos dependiendo del origen y responsable de la irregularidad o ilícito.

5.3.4 Aplicación NCG N° 341 (informe a marzo⁹⁶ y a diciembre del año 2013)

Desde la emisión de esta normativa las sociedades han preparado dos informes para divulgar las prácticas de gobierno corporativo, que voluntariamente han adoptado, mediante un formato que ha establecido la SVS.

Para poder observar el grado de cumplimiento de las prácticas enunciadas en esa norma de carácter general, se ha asignado 1 cuando hay cumplimiento y 0 cuando no hay cumplimiento. Love (2011) advierte que el uso de “SI” y “NO” cuando se mide el cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo puede generar resultados controvertidos. Además, es más importante observar la calidad de la explicación (Arcot y Bruno, 2007; Shrives y Brennan, 2014), no obstante, por ahora no se efectuará tal análisis que será considerado en un estudio futuro. La construcción de rankings de sociedades basándose solamente en la tabulación de resultados no tiene sentido, lo importante son las explicaciones emitidas por las compañías y considerar las características específicas de ellas para evaluar correctamente, tales como tamaño, complejidad, naturaleza de los riesgos y desafíos que enfrenta (García, 2014; FRC, 2012b).

A partir de los estadísticos presentados en la Tabla 58 podemos establecer que no hay variabilidad en el cumplimiento entre una fecha y otra.

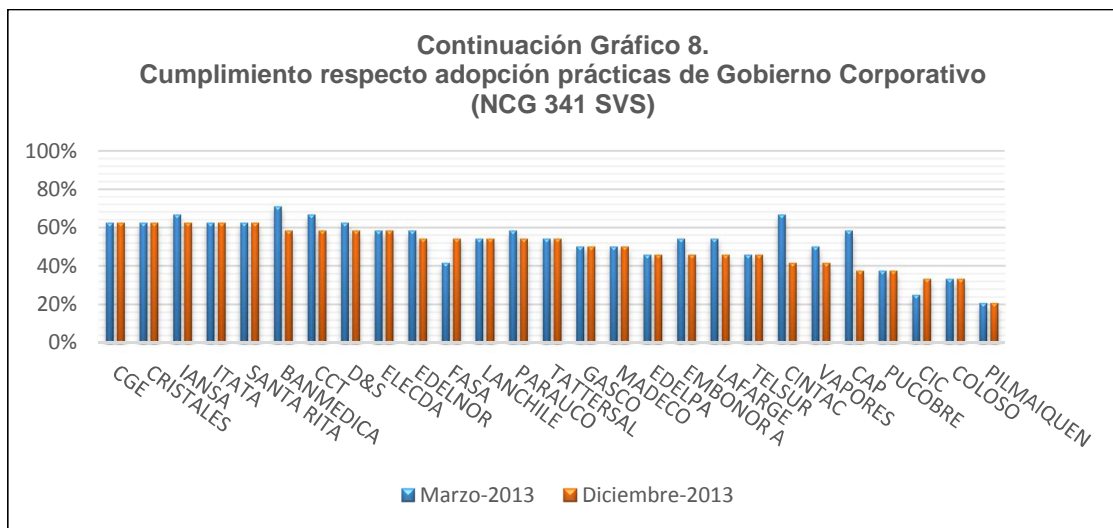
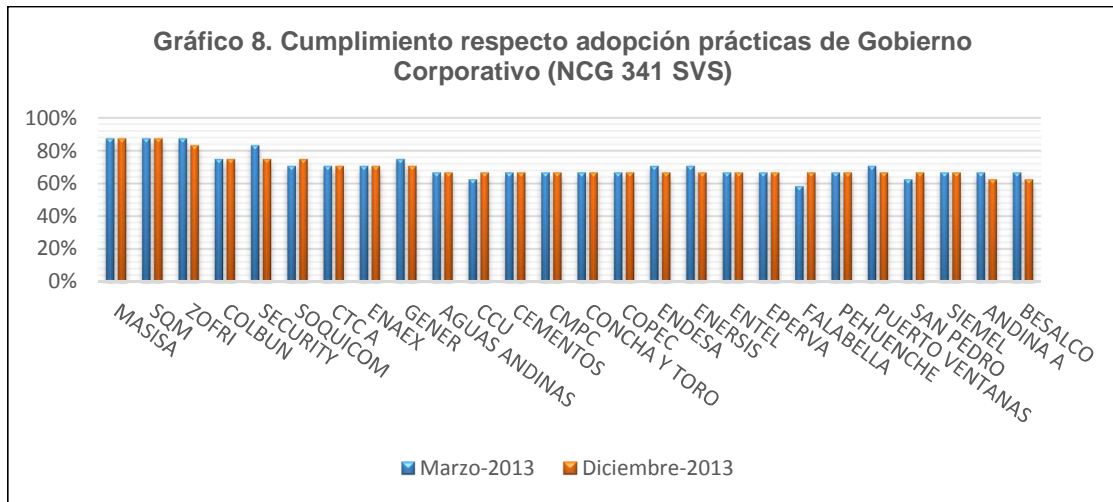
Tabla 58. Cumplimiento medio general prácticas NCG N° 341

Fecha informada	Máximo	Mínimo	Promedio general	Desviación estándar	Coef. De Variación
marzo 2013	87,50%	20,83%	61,71%	13,70%	0,2220
diciembre 2013	87,50%	20,83%	59,75%	13,60%	0,2276

Adicionalmente, podemos observar el grado de cumplimiento por empresa en el gráfico 8.

⁹⁶ La NCG N° 341 rige desde nov de 2012. La primera remisión y publicación de información exigida en esa norma es aplicable a aquellas sociedades que sean sociedad anónima abierta al 31 de diciembre de 2012. La información deberá estar entregada a más tardar a 30 de junio de 2013 y estar referida al 31 de marzo de 2013.

Gráfico 8. Cumplimiento respecto adopción prácticas de Gobierno Corporativo (NCG N° 341 SVS)



5.3.4.1 Causas principales variaciones informes marzo y diciembre de 2013.

(a) Algunas empresas que en el informe referido a marzo de 2013 respondieron que *cumplían* con algunas de las prácticas que señalamos a continuación, respecto de diciembre de 2013 respondieron que *no lo hacían*.

- La respuesta de manera oportuna a las inquietudes que razonablemente manifiesten los accionistas e inversionistas nacionales o extranjeros. Además se indica dónde pueden obtener la información que por ley puede ser provista a los accionistas y al público en general (aproximadamente 13% de las empresas de la muestra).

- Un Comité o unidad que le reporte directamente al directorio, dedicado a controlar que las políticas y procedimientos formales para la administración de sus riesgos, se cumplan y que por tanto, la exposición a los riesgos efectivamente asumidos, sea acorde a lo definido en tales políticas (aproximadamente 9% de las empresas de la muestra).
- El directorio cuenta con un procedimiento establecido para detectar e implementar eventuales mejoras en el funcionamiento del directorio en su conjunto y ese proceso es realizado al menos una vez al año por una persona o entidad ajena a la sociedad (aproximadamente 7% de las empresas de la muestra).
- El directorio ha establecido directrices y procedimientos formales tendientes a prevenir que las políticas de compensación e indemnización de los gerentes y ejecutivos principales, generen incentivos a que dichos ejecutivos expongan a la sociedad a riesgos que no estén acorde a las políticas definidas sobre la materia o a la comisión de eventuales ilícitos (aproximadamente 7% de las empresas de la muestra).

(b) Otras empresas que en informe referido a marzo de 2013 respondieron que *no cumplían* con algunas de las prácticas que señalamos a continuación, respecto de diciembre de 2013 respondieron que *lo hacían*.

- El directorio cuenta con un procedimiento para facilitar el adecuado funcionamiento de la sociedad ante el reemplazo o pérdida del gerente general o de ejecutivos principales. Tal procedimiento contempla políticas y mecanismos de selección de potenciales reemplazantes y el adecuado traspaso de funciones e información del gerente o ejecutivos principales a sus reemplazantes o al directorio (aproximadamente 7% de las empresas de la muestra).

(c) Finalmente, algunas empresas en las cuales una misma práctica es causa de *menor* o *mayor cumplimiento* si se compara entre informes referidos a marzo y diciembre de 2013:

- La reunión al menos semestral del directorio con la empresa de auditoría externa a cargo de la auditoría de los estados financieros para analizar, entre otras materias: programa o plan anual de auditoría; diferencias detectadas en la auditoría respecto de prácticas contables, sistemas administrativos y auditoría interna; deficiencias graves que se hubieran detectado y aquellas situaciones irregulares que por su naturaleza deban ser comunicadas a los organismos fiscalizadores competentes; resultados del programa anual de auditoría; posibles conflictos de interés que puedan existir en la relación con la

empresa de auditoría o su personal, tanto por la prestación de otros servicios a la sociedad o a las empresas de su grupo empresarial, como por otras situaciones (respecto de diciembre de 2013 aproximadamente 11% de la muestra respondió que *no cumplía*, en cambio, 7% respondió que ahora sí cumplía).

5.3.4.2 Análisis de otras prácticas no incluidas en NCG N° 341 e implementadas

De las empresas de la muestra aproximadamente 36% (20/55) adopta otras prácticas, que no están referidas a las materias señaladas en la NCG N° 341.

Estas prácticas están referidas a: Modelo preventivo de delitos y cumplimiento de las leyes; código de gobierno corporativo de la sociedad; creación de comités, gerencias, otras unidades específicas orientadas al buen gobierno; responsabilidad social y estrategias orientadas a la protección del medio ambiente; documentación de gobierno corporativo y manuales de buenas prácticas; fortalecimiento unidad de auditoría Interna.

- Modelo preventivo de delitos: Diseño e implementación de un modelo preventivo de delitos (Ley N°20.393 que establece la responsabilidad penal de las personas jurídicas en los delitos de lavado de activos, financiamiento de terrorismo y delitos de cohecho. Ley N°18.046 y en el nuevo Reglamento de Sociedades Anónimas cuyas disposiciones resultan entre otras, atinentes a esta información).
- Creación de comités, gerencias, otras unidades específicas: Comité de Gobierno Corporativo; Comité de Seguridad, Salud y Medio Ambiente; Gerencia de Cumplimiento, Unidad de evaluación de riesgos, Unidad de Intervención.
- Documentación de gobierno corporativo y manuales de buenas prácticas: Compendio de Elementos de Gobierno Corporativo que reúne los documentos relacionados con estas materias, y que incluye los Procedimientos y Políticas establecidos por el Directorio, así como las normativas relacionadas. Este Compendio es un material de consulta y capacitación para los Directores, Gerente General y Ejecutivos Principales. El Compendio cuenta con una descripción de su contenido y forma de actualización, y establece al responsable de su custodia.
- Prácticas de Gobierno Corporativo que señalan directrices para guiar al Directorio en el ejercicio de sus responsabilidades con la compañía y sus accionistas, con el objetivo de servir como marco flexible dentro del cual el Directorio pueda realizar sus funciones y no

como un conjunto de obligaciones legales. El Directorio puede modificarlas cuando lo estime apropiado o cuando sea necesario por normativa legal o reglamentaria.

Un resultado importante en la aplicación de la NCG N° 341 informando acerca de diciembre de 2013, es que todas las sociedades responden que no cuentan con un mecanismo que permita la votación remota y participación en tiempo real de los accionistas en las juntas.

5.3.4.3 Otro estudio de los primeros resultados de la aplicación NCG N° 341

En 2014, se publica el documento elaborado por Rodrigo García, de la Superintendencia de Valores y Seguros mostrando los primeros resultados e identificando que las preguntas con menor porcentaje de adopción son: la evaluación del directorio, el tiempo mínimo de dedicación de los directores, la votación remota y la divulgación en tiempo real de la Junta, aunque muchas empresas declaran encontrarse en adopción o en estudio de estas prácticas. También identifica que el mayor nivel de adopción dice relación con el mecanismo de inducción de nuevos directores, la continuidad del directorio, las relaciones con los inversionistas y la página web.

5.3.5 Conclusiones de la aplicación de la NCG N° 341

En la NCG se incluyen en general prácticas a observar de materias que van más allá de lo que indican las leyes de mercado y de sociedades anónimas.

En la NCG definitiva se evita evaluar la práctica que demande calificar el desempeño de los consejeros individualmente.

El Consejo no explica cómo la política de remuneraciones del gerente general y de los ejecutivos principales se alinea con el interés de largo plazo de la compañía y sus accionistas.

De lo anterior también se concluye que la hipótesis formulada en el estudio es validada parcialmente, es decir, los miembros del Consejo no cumplen en todos los casos el rol y las responsabilidades que se describen en el Principio VI de la OCDE.

5.4 Proposición mejoras NCG N° 341 y prácticas voluntarias en el país

5.4.1 Marco de la proposición

Para realizar las mejoras a la NCG N° 341 hemos tenido en cuenta además de los aspectos anteriormente excluidos en esa normativa de la SVS, el estudio realizado en España, en junio de 2013, por una Comisión de expertos en materia de gobierno corporativo. Estos expertos analizan la situación del gobierno corporativo en las sociedades españolas considerando las más recientes experiencias en la materia y particularmente de la OCDE, de la Comisión Europea y de España.

Compartimos el criterio de la Comisión de expertos que los códigos de buen gobierno aplicados conforme al principio de “cumplir o explicar”, son útiles para alcanzar mejores prácticas de gobierno corporativo en las sociedades cotizadas. De esta manera se desarrolla la autorregulación (cumplimiento voluntario del Código) y la obligatoriedad en el cumplimiento de los principios de gobierno corporativo (incluidos en la legislación del país y/ o en la normativa emitida por la SVS, organismo regulador).

En el informe de gobierno corporativo, es común el respeto del principio “Cumplir o Explicar” y no incorporar en el mismo lo que se establece en la legislación y normativa vigentes. Para que un código de buenas prácticas se cumpla en el fondo y no en la forma se requiere que se respeten los principios que éste contiene (Cadbury, 1992; FRC, 2009).

A partir de la revisión de ese documento y de las observaciones que derivan de nuestro estudio se propondrá la incorporación de otras prácticas que debieran ser informadas públicamente en el marco de la NCG N° 341.

Las mejoras propuestas a continuación solamente tendrán carácter de recomendaciones y no se refieren a aspectos contenidos en disposiciones legales o normativas. Además se pone énfasis en el rol de los consejeros, que es la instancia más cercana y responsable de rendir cuenta a los accionistas y al público en general, son responsables de la dirección y del control de la sociedad.

5.4.2 Proposición de mejoras

- La evaluación por parte del Consejo, al menos una vez al año, de su propio desempeño en conjunto e individualmente de cada consejero y de los distintos comités activos.

- La explicación de cómo la política de retribución al gerente general y a los ejecutivos principales (remuneraciones, compensaciones e indemnizaciones) se alinea con el interés de largo plazo de la sociedad y de sus accionistas.
- La presentación en la memoria anual de informes sobre el funcionamiento de cada comité existente en la sociedad, adicionales a lo exigido por ley.
- La entrega de información a los accionistas sobre cada uno los consejeros: la ocupación que le corresponde a cada miembro del Consejo cuando integra varios Comités, el trabajo o actividad principal de cada consejero si éste lo tuviere, otros cargos mantenidos al mismo tiempo, registro de asistencia a las reuniones del Consejo, registro de asistencia a las reuniones de comités, de cualquier otro trabajo emprendido por encargo del Consejo, de la remuneración asociada a ese otro trabajo emprendido a nombre del Consejo.
- La limitación del número de consejos a los que un mismo consejero puede pertenecer.
- La aplicación de sanciones por parte de la sociedad por incumplimiento de los deberes como consejero y la inclusión de éstas en algún procedimiento interno (reglamentos, estatutos, códigos, entre otros).
- La realización de reuniones periódicas del Consejo con la persona, o unidad de la entidad, encargada de verificar que las políticas, procedimientos y controles internos de la sociedad estén siendo efectivamente cumplidos por toda la organización, para conocer la opinión de aquéllos en cuanto a la efectividad, atingencia o eventuales mejoras de tales políticas, procedimientos y controles.
- La entrega de información a los accionistas, anualmente, de los hallazgos significativos resultantes de las actividades de control interno realizadas en el año y la forma en que las falencias detectadas fueron resueltas, o el plan de acción por medio del que se resolverán aquellas no abordadas en el año.
- La entrega de información a los accionistas cuando un consejero de la sociedad desempeña dicho cargo, o el de ejecutivo principal, en algunos de los principales competidores, clientes o proveedores de ésta.

- La revisión del informe respecto de la adopción de prácticas de gobierno corporativo por parte de los auditores externos.
- La revelación pública mediante la página web de las consultas realizadas por accionistas o stakeholders y las respuestas proporcionadas por la sociedad.
- La revelación pública mediante página web de las asociaciones entre accionistas, cuando éstas existan.

De esta manera consideramos que se contribuiría al desarrollo del buen gobierno societario en Chile.

CAPÍTULO VI: CONCLUSIONES, LIMITACIONES Y EXTENSIONES

En este capítulo se presenta las conclusiones, el aporte del estudio, también los alcances, limitaciones y extensiones de la investigación.

Aquí culmina esta etapa del arduo trabajo que ha significado realizar esta investigación, que para alcanzar el objetivo establecido ha demandado realizar al menos cuatro trabajos empíricos. Han sido trabajos necesarios para verificar *la incorporación de los Principios de gobierno corporativo de la OCDE en las prácticas de las sociedades cotizadas chilenas, la calidad de la praxis y el impacto que tiene en el mercado de capitales chileno, a partir del año 2001.*

6.1 Conclusiones

6.1.1 Generales

Los resultados alcanzados en ellos, permiten concluir globalmente que:

Desde el año 2000 a 2013, en Chile se ha desarrollado un proceso de fortalecimiento del marco legal y normativo que regula el gobierno corporativo societario, orientado a la protección de la inversión de los accionistas especialmente de los inversionistas minoritarios. Dada la alta concentración de la propiedad que caracteriza a las sociedades cotizadas chilenas y a la formación de complejos holdings, existe el riesgo que el controlador ignore los intereses de los otros inversionistas y de los grupos de interés (stakeholders).

Ha aumentado significativamente la importancia que se le otorga a la revelación de información veraz, oportuna y completa acerca del desarrollo de los negocios, cuidando especialmente el uso de información privilegiada y de dar cuenta de transacciones entre partes relacionadas. La adopción obligatoria de las Normas Internacionales de Información Financiera, emitidas por el IASB, queda encuadrada en tal propósito.

Hasta el año 2012 las empresas desarrollaban sus gobiernos corporativos en el marco legal vigente y mediante la autorregulación. El uso del Índice de cumplimiento de gobierno corporativo (ICGC), ha permitido concluir que las empresas de la muestra han ido mejorando paulatinamente las prácticas enmarcadas en los criterios esenciales, descritos en la metodología para la evaluación de los principios de gobierno corporativo de la OCDE (ICGC 2001= 0,4976, ICGC 2012= 0,6439). Los subíndices que miden cumplimiento por

principio, desde el II al VI, indican que excepto en los principios II (Protección y ejercicio de los derechos de los accionistas) y V (Transparencia y divulgación de información) que tienen un comportamiento similar y presentan una leve baja (desde el año 2009), el resto han aumentado a través de los años. Posiblemente la baja reflejada sea porque en el marco legal y normativo se han incrementado los estándares en estas materias. El índice referido al Rol de los directores (principio V) es el que presenta menor cumplimiento (Pp 6 2012=0,5034). Los índices mencionados son autoconstruidos.

Desde el año 2013 las sociedades cotizadas están obligadas a remitir al organismo regulador y hacer pública la información respecto a los estándares de gobierno corporativo que colocan en práctica. Se espera que tal hecho produzca el efecto enunciado en 2010 por Benavides y Mongrut, esto es, que a través de la introducción de un código las partes controladoras se autorregulan, reduciendo sus beneficios privados y/o la expropiación de las partes no controladoras. Aunque no se trata de la emisión de un código del país, la aplicación de la Norma de Carácter General N° 341 de la Superintendencia de Valores y Seguros debiera producir el mismo efecto. Además el indicador de cumplimiento debiera reflejar una significativa mejora. En ese informe, entre otras materias se debe revelar públicamente el funcionamiento del directorio.

Respecto del ICGC, al cierre de esta investigación se ha observado el comportamiento del índice y de los subíndices por principios correspondientes al año 2013, encontramos que el cumplimiento en todos los principios aumenta, destacando el Principio IV (rol de las partes interesadas) con variación de más de 10 % respecto del año anterior. Por el contrario, es muy poco significativo el aumento en el cumplimiento de los Principios V (Transparencia y divulgación información) y VI (Responsabilidades del Consejo). Se concluye que se debe mejorar el cumplimiento de las buenas prácticas relacionadas con el Consejo.

El impacto que ha tenido la implementación de mejores prácticas de gobierno corporativo (entre los años 2001 a 2008) no ha sido tan evidente, ni fácil de medir. Derivado de lo observado en el análisis de mucha bibliografía, la variable “valor de la empresa” ha sido medida utilizando datos provenientes del mercado; de las cifras reveladas en los estados financieros, así como una mezcla de esos datos contables y de mercado. Mediante el uso de un modelo propuesto, que explica la relación entre el buen cumplimiento de gobierno corporativo y el valor de la empresa (medido como Ln de la capitalización bursátil, ROE, ROA y tres definiciones de la medida de crecimiento denominada Q de Tobin) se ha

concluido que el ICGC, aun cuando se relaciona positivamente con el valor de la empresa tiene poca importancia en su explicación, posiblemente porque los componentes del índice no son percibidos en su totalidad como relevantes por parte de los inversionistas.

6.1.2 De las hipótesis

A continuación se presentan las conclusiones alcanzadas con relación a las hipótesis.

6.1.2.1 De la hipótesis 1

H1: La legislación y normativa chilena vigente al año 2008, en materia de gobierno corporativo referida a empresas no financieras que cotizan, contienen algunos de los Principios formulados por la OCDE.

La revisión de importantes leyes que regulan al mercado de valores, a las sociedades emisoras de valores públicos y otras que conducen la vida de los negocios, y de la normativa emitida por la Superintendencia de Valores y Seguros, vigentes al año 2008, ha permitido concluir que contienen la mayoría de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE de manera global y no al nivel enmarcado por los criterios esenciales. Además, se ha encontrado materias ausentes, tales como la regulación del voto a distancia, la provisión de mejor información al accionista para poder ejercer el voto, el aseguramiento de la calidad de los informes de auditoría, la regulación de los servicios complementarios a la auditoría, la participación de directores independientes en el Consejo, mayor quorum para decidir la renovación de los auditores, voto del controlador no decisivo en la elección del director independiente, la formación de un comité de auditoría de funcionamiento regular. Por lo tanto, la hipótesis ha sido validada.

Es importante señalar que en octubre de 2009 se aprueba la Ley N° 20.382 que fortalece el gobierno corporativo en Chile y que incorpora algunos de esos puntos faltantes detectados en la investigación, adicionalmente en los años siguientes se ha seguido reforzando el marco legal y normativo chileno. Sin embargo, los procesos para aprobar y promulgar leyes son bastante lentos y el ritmo de los negocios es muy rápido, de esta forma sería mejor que las leyes fueran de carácter general, y que sea el organismo regulador el emisor de la normativa específica.

La excesiva regulación conlleva riesgos al desarrollo de las inversiones y del mercado de capitales, es así que se hace necesario el desarrollo de una cultura ética al interior de las organizaciones y una fuerte adhesión a los Principios de Gobierno Corporativo y al cumplimiento de la legislación y normativa.

Las condiciones de la alta concentración de la propiedad hacen pensar que es muy difícil que se cumplan realmente algunos mecanismos del gobierno corporativo, especialmente relacionados con la independencia de los directores. En los últimos años, han acontecido nuevos casos (La Polar, Enersis, Cascadas), que indican fallas del gobierno corporativo o que se vulneran los principios pese a las mejoras del marco legal y normativo.

La información revelada por los organismos fiscalizadores del cumplimiento del marco jurídico existente en materia de gobierno corporativo y la existencia de mecanismos eficaces de sanciones y multas frente al incumplimiento de la ley, permite cautelar y observar si las empresas respetan realmente esas regulaciones.

6.1.2.2 De la hipótesis 2

H2: La información revelada en las memorias anuales de las empresas cotizadas y revelada por la entidad reguladora (SVS), permite determinar un índice que revele el grado de cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo en las sociedades chilenas.

La formulación del cuestionario presentado en el estudio “Cumplimiento en las sociedades chilenas de los principios de gobierno corporativo OCDE”. El llenado de ese instrumento a partir de información pública, principalmente obtenida de las memorias anuales, permitió la construcción del Índice de cumplimiento de gobierno corporativo (ICGC), también de los subíndices por cada principio (Ppi), desde el Principio II al Principio VI. Los indicadores (correspondientes al período 2001 al 2008) permitieron llegar a resultados coincidentes con los del estudio de Lefort y Walker en 2005 (índices correspondientes al período 2003 al 2004), esto es que el cumplimiento más alto, en promedio, se observó en la protección y ejercicio de los derechos de los accionistas (principio II), en el trato equitativo de los accionistas (principio III) y en la transparencia y divulgación de información (principio V), aspectos que están contenidos en el marco legal y normativo del país. De esta forma se ha podido validar la hipótesis.

En el período estudiado la falta de información y de bajo cumplimiento del Principio VI (Responsabilidades del Consejo) incide disminuyendo al Índice de cumplimiento de gobierno corporativo. La mayor parte de la información relacionada con este principio no es exigida por el marco legal y normativo y no es proporcionada de manera voluntaria por las compañías. Ha sido a partir del año 2008 que ha aumentado el cumplimiento de este Principio y de los otros, lo que es coincidente con la iniciativa presidencial realizada en el año anterior presentando un proyecto de ley que persigue fortalecer el gobierno societario.

En las empresas que pertenecen al IPSA los indicadores de los Principios (subíndices) y del Índice de cumplimiento de gobierno corporativo (ICGC) revelan más cumplimiento, al igual que aquellas que tienen mayor tamaño y que emiten ADR. Por el contrario, cuánto más grande es la propiedad del accionista principal menor es el cumplimiento de los principios de gobierno corporativo.

Del análisis de los subíndices se puede concluir que los principios de gobierno corporativo en los cuales se presenta mayor incumplimiento, entre los años 2001 a 2008, son el Principio V Transparencia y divulgación de información y el Principio VI Responsabilidad del Consejo. El mayor incumplimiento de la Transparencia y divulgación de información dice relación con la falta de vinculación entre los resultados de la compañía y las remuneraciones de los miembros del Consejo y los ejecutivos principales, además existe escasa información sobre el gobierno corporativo societario. El mismo hallazgo fue realizado por Lefort y Walker en el año 2005. Por otra parte se detecta, alto incumplimiento respecto a la Responsabilidad del Consejo al no revelar información completa acerca del desempeño, dedicación y otros cargos desarrollados por los miembros de éste.

El cumplimiento que resulta altamente inobservable está referido a materias comprendidas en el Principio II. Protección y ejercicio de los derechos de los accionistas, como es la participación efectiva de los accionistas en cuestiones de la sociedad; en el Principio III. Trato equitativo de los accionistas, a la facilitación del voto de inversionistas extranjeros mediante uso de procesos y tecnologías eficaces y en el Principio VI. Responsabilidades del Consejo a la falta de implementación del código de gobierno corporativo, esto es porque en Chile no existe un código explícito, además las empresas no revelan las políticas de compensación en que se han considerado las evaluaciones del Consejo.

Al analizar los principales cambios en el valor de los índices se observa que ocurren principalmente entre los años 2007 y 2008, siendo esto coincidente con la iniciativa desarrollada en Chile con el propósito de fortalecer el gobierno corporativo en las sociedades cotizadas. Los cambios se limitan más bien a cuestiones exigidas legalmente o en las normas, en general se cumple más bien en la forma que en el fondo. La divulgación de informes sobre el mandato, la composición, procedimiento de trabajo y gestión de comités ad hoc y permanentes es muy pobre.

En Chile, en materia de gobiernos corporativos se ha evolucionado con la promulgación de la Ley N° 20.382 en el año 2009 y con la emisión de normativa asociada a la misma por parte de la SVS. Especialmente en materias referidas a la divulgación de información al mercado; al uso de información privilegiada; a los directores y su independencia; al Comité de directores; a las operaciones con partes relacionadas y conflictos de interés; al funcionamiento de la junta de accionistas; a los sistemas de voto de los accionistas; a la regulación de las empresas de auditoría externa; al perfeccionamiento de la ofertas públicas de adquisición de acciones. Las debilidades corregidas habían sido también detectadas en el estudio que realizaron Lefort y Walker, en el año 2005.

El índice formulado tiene como limitación la gran cantidad de preguntas que deben ser respondidas, sin embargo puede ser mejorado. En este trabajo se ha justificado su uso, porque el propósito es verificar si las empresas chilenas que cotizan sus valores en bolsa cumplen los Principios y criterios esenciales de gobierno corporativo formulados por la OCDE.

6.1.2.3 De la hipótesis 3

H3: En el mercado de capitales chileno, el buen gobierno corporativo basado en las disposiciones de la OCDE, medido mediante un índice de cumplimiento, está relacionado positivamente con el valor de la empresa.

Si se tiene en cuenta que los resultados obtenidos con el Índice de cumplimiento de gobierno corporativo (ICGC), y con los subíndices por cada principio (Ppi) han sido coincidentes con los hallazgos obtenidos por Lefort y Walker, en 2005, se puede considerar que la medición de la calidad de gobierno corporativo es válida.

Basándose en la amplia revisión bibliográfica acerca de la relación entre la calidad de gobierno corporativo y el valor de la empresa, se ha realizado el estudio “Prácticas de gobierno corporativo y su efecto en el valor de la empresa”. La mayoría de los autores concluye que la relación entre ambas variables es positiva, aunque tal como se ha indicado en párrafos anteriores ellos no miden la variable “valor de la empresa” de la misma manera. Por los distintos hitos acontecidos en diferentes años se consideró en el modelamiento el efecto-año. Se llevó a cabo la regresión de las variables del modelo, considerando como variable dependiente que mide el valor de la empresa distintas medidas. Ha sido utilizado Ln de capitalización bursátil (datos del mercado), ROE y ROA (datos contables) y Q de Tobin (que es la medida más utilizada por distintos investigadores y que mezcla datos de mercado con datos contables). Las variables de control elegidas han sido: concentración de la propiedad en el principal accionista, participación en la propiedad de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), endeudamiento, apalancamiento, dividendos, utilidad distribuida, tamaño. Y por último, dos variables dicotómicas que caracterizan a la empresa: pertenencia al IPSA, emisión de ADR. Como variable de la calidad del gobierno corporativo se utilizó el ICGC, y también los subíndices.

De este modelamiento y procesos se ha podido concluir lo siguiente:

Las variables q de Tobin utilizadas (Q1, Q2, Q3) no tienen el mismo comportamiento, representan mediciones diferentes bajo el concepto de oportunidades de crecimiento. Los Q no representan un modelo, ni con el ICGC ni con los principios. Aun cuando, en 2005, Lefort y Walker encontraron una relación negativa y significativa al 0,5% entre la q de Tobin y los derechos de los accionistas.

En los resultados obtenidos también puede influir la naturaleza de los datos utilizados, es decir si son datos del mercado o son datos contables. Por ejemplo, Love (2011) encuentra que la relación entre gobierno y desempeño operativo (datos contables) parece ser algo más débil y más inestable que la relación entre el gobierno y la valoración de mercado. Posiblemente se deba a que la información contable está referida a empresas de distinto tamaño, a cifras expresadas a valores absolutos muy dispares, diferencias que algunos autores superan aplicando logaritmo o bien expresando los datos como porcentajes.

Si se considera la hipótesis en relación al índice general ICGCC, se puede concluir que ha sido demostrada, reiterando que, aun cuando se relaciona positivamente con el valor de la empresa tiene poca importancia en su explicación.

Si se considera la hipótesis en relación a los principios, concluimos que:

El Principio de gobierno corporativo Derechos de los accionistas (Pp2) tiene una alta importancia relativa en el modelo que utiliza el valor de mercado (Ln capitalización bursátil). Del resto de los Principios de gobierno corporativo solamente el Trato equitativo de los accionistas (Pp3) y el Rol de stakeholders o partes interesadas (Pp4) aparecen como variables del modelo que usa Ln capitalización bursátil, contribuyendo muy poco a explicar el valor de mercado de la empresa.

No aparecen como variables la Transparencia y divulgación de la información (Pp5), así como la Responsabilidad del Consejo (Pp6), aunque puede explicarse por la alta concentración de la propiedad y la existencia de grupos económicos y familiares, que revelan la mínima información exigida legalmente porque ellos como inversionistas conocen cuestiones claves de los negocios y de su administración.

Pp4 (Rol stakeholders o partes interesadas) resulta negativo en su relación con el valor de la empresa, esto puede deberse a que no hay mayor preocupación por el rol de partes interesadas o grupos de interés (stakeholders) más allá de lo que establece la ley (por ejemplo, protección al consumidor, protección a los acreedores). La alta concentración de la propiedad en manos de grupos económicos, en la realidad de un mercado emergente, contribuye a que se le reste importancia al cumplimiento del buen gobierno corporativo.

Finalmente, se concluye que en general en el período en estudio, 2001 a 2008, el factor menos importante en el valor de la empresa es la calidad de gobierno corporativo, el guarismo del índice corrobora esta afirmación. La razón puede ser lo que evidencian Brown y Caylor en 2009, los inversores no siempre entienden las implicaciones de gobierno corporativo para la valoración de la empresa en el período corriente.

Y por lo tanto, la hipótesis formulada que en el mercado de capitales chileno, el buen gobierno corporativo basado en las disposiciones de la OCDE estaría relacionado positivamente con el valor de la empresa es validada parcialmente.

En el período 2001-2008, la falta de un código explícito de gobierno corporativo, y la débil autorregulación contribuyen a la baja importancia de la calidad del gobierno corporativo en la explicación del valor de la empresa.

6.1.2.4 De la hipótesis 4

H4: Los miembros del Consejo, de las sociedades chilenas cotizadas, cumplen el rol y las responsabilidades que se describen en el Principio VI de la OCDE.

El cuestionario aplicado por la SVS, en promedio ha sido respondido por aproximadamente dos tercios de los encuestados o menos, esto revela dos aspectos importantes, lo primero que la información que maneja el organismo regulador (SVS) y el investigador puede estar sesgada y lo segundo, que cuando se le otorga carácter de voluntario a la entrega de información, la tendencia es a no revelar y que el cumplimiento puede ser en la forma pero no en el fondo.

Más de la mitad de las sociedades no cuenta con algún procedimiento interno (reglamentos, estatutos, códigos, entre otros) que considere la aplicación de sanciones por incumplimiento de los deberes como consejero. En la ley se establece lo que está prohibido hacer a un consejero, sin embargo, no limita las tareas mínimas que debe satisfacer para cumplir con su rol.

Aunque en la legislación chilena se establece indicaciones sobre el rol de los consejeros, este tiene un alcance muy global y no detalla las responsabilidades como se hace en la OCDE. El deber de cuidado y diligencia de los consejeros los obliga a participar activamente en el Consejo y comités, en su caso, asistiendo a las sesiones. Deben oponerse a los acuerdos ilegales o que no beneficien el interés de la sociedad de la cual es director (Nuevo Reglamento de Sociedades anónimas, Ministerio de Hacienda, 2012).

La información que la sociedad entrega a sus accionistas sobre los consejeros se desconoce o no se revela según este estudio, dado que sobre el 40% de las empresas no responde.

En la participación de los consejeros en la gestión operacional de la sociedad, se presenta una alta dispersión en las respuestas, posiblemente porque algunos encuestados entienden que no es una actividad que les compete. En Chile la estructura del Consejo es dual.

La autoevaluación y la coevaluación del desempeño de cada miembro del Consejo, no es una práctica que pudiera ser bien percibida por los consejeros. Una tarea que debiera ser regular y de Total cumplimiento, como lo es la supervisión al desempeño de los ejecutivos principales, en algunos casos no se realiza.

Las prácticas de gobierno corporativo establecidas por la propia empresa, su revisión y explicación por no cumplimiento, no es una actividad voluntaria y regular en todas las sociedades. Pese a lo anterior en la mayoría de las sociedades se declara que existe la cultura de realizar buenas prácticas de gobierno corporativo.

No existe en todos los casos cuidado de que las políticas de remuneraciones al gerente general y a los ejecutivos principales coincida con su desempeño y alineamiento a los objetivos de la sociedad. Se detecta que existen sociedades que no cumplen con las normas de revelación de remuneraciones establecida en las Normas Internacionales de Información Financiera.

El Consejo, respecto del control y gestión de los conflictos de interés y transacción con partes relacionadas y otras materias relacionadas, tiene mayor cumplimiento porque existen normas legales explícitas sobre el tema y el organismo regulador también ha emitido normativa al respecto. El International Accounting Standards Board (IASB) establece a las sociedades en la NIC 24 (Norma internacional de Contabilidad)⁹⁷ la obligación de revelar información sobre las transacciones entre partes relacionadas.

La opinión negativa o la falta de respuesta frente al tema de la revelación que deben hacer los miembros del Consejo de la posición en valores y transacciones con ellos, sean de la propia entidad, de los competidores, proveedores y clientes de la misma, permite percibir que hay desconocimiento de la normativa y de la ley que lo exigen.

Al primer bimestre de 2012, período de aplicación del cuestionario, no existe normativa o disposición legal que obligue a la sociedad a Informar al mercado, por lo menos una vez al año, sobre la estructura y políticas de gobierno corporativo adoptadas por ésta (composición, funcionamiento del Consejo y prácticas de buen gobierno societario).

⁹⁷ Traducción al español de la sigla IAS (International Accounting Standard).

Aun cuando el Manual de Manejo de Información de Interés para el Mercado está establecido por el regulador (SVS), cumpliendo con el marco legal que asegura que haya suficiente y oportuna información para los inversionistas, existe el caso de algunas empresas en las cuáles hay incumplimiento (así lo califican entre 1 al 4% de los encuestados).

La información referida a los Comités, más allá de lo exigido por la ley, solo la revelan algunas de las sociedades. Un medio para revelar esa información sobre funcionamiento y composición de los comités permanentes y los ad hoc para tratar situaciones específicas, es el informe de la compañía sobre sus prácticas de gobierno corporativo.

No es política de las sociedades en general capacitar a los consejeros para que puedan desempeñar su rol con eficiencia. La complejidad de la sociedad en que participa una persona como consejero, es posible que sea un elemento a considerar al evaluar a cuántos consejos podría atender en un mismo período. Masulis y Mobbs (2014) encuentran que los consejeros que pertenecen a varios directorios, reparten de manera desigual la atención dependiendo del prestigio del directorio.

Por todo lo anterior, se puede concluir que la hipótesis del estudio es parcialmente validada, es decir, los miembros del Consejo no cumplen en todos los casos el rol y las responsabilidades que se describen en el Principio VI de la OCDE.

Finalmente, a partir de la aplicación de la NCG N° 341 se puede concluir que, se incluye en general prácticas a observar de materias que van más allá de lo que indican las leyes de mercado y de sociedades anónimas. También se evita evaluar la práctica que demande calificar el desempeño de los consejeros individualmente. El Consejo no explica cómo la política de remuneraciones del gerente general y de los ejecutivos principales se alinea con el interés de largo plazo de la compañía y sus accionistas.

6.2 Aportes del estudio

En Chile, a la fecha no existe un Código de gobierno societario explícito de carácter oficial como en otros países, ni se entrega públicamente un indicador que permita conocer rápidamente la calidad del gobierno corporativo en las sociedades cotizadas chilenas. El organismo regulador de las sociedades chilenas cotizadas ha establecido normas para la

difusión de información respecto de los estándares de gobierno corporativo adoptados por las sociedades anónimas abiertas.

El aporte de esta investigación ha sido:

- (a) Construir un indicador del grado de cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo de las sociedades chilenas cotizadas, considerando la estructura de un código de gobierno corporativo homogéneo y que emana de una organización internacional, la OCDE.
- (b) Colaborar con el organismo regulador, la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), en la construcción de un cuestionario para recabar importante información que ha sido útil a la gestión de esta institución (Ver Anexo 8)
- (c) Aportar mayor conocimiento estructurado acerca del desarrollo del gobierno corporativo en Chile, desde la perspectiva: (i) del marco legal y normativo del país, (ii) de las sociedades anónimas cotizadas de la muestra y (iii) del mercado de capitales del país.

Reconociendo que ha habido otros investigadores en el ámbito del gobierno corporativo societario chileno, el aporte de esta investigación es que comprende el análisis de dos períodos de tiempo, desde 2001 a 2008 y desde 2009 a 2013, caracterizados por la aplicación de distintas normas contables (PCGA chilenos y Normas Internacionales de Información Financiera-NIIF), y por el robustecimiento de la legislación y normativa relacionada al fortalecimiento del gobierno corporativo en Chile.

6.3 Alcances y limitaciones de la investigación

Tal y como anticipara Pardinás (1970, p. 20) “la producción científica de primera mano es hoy día tan enormemente abundante, que apenas alcanza la vida de un hombre para seguir los progresos de la propia especialización”, por lo tanto, no ha podido ser revisada toda la bibliografía existente.

Este estudio se aboca solamente a las sociedades cotizadas chilenas. Sin embargo, no se desconoce que el gobierno corporativo es aplicable a cualquier organización pública o privada, con o sin fines de lucro.

En el estudio del sistema de gobierno corporativo se pone el énfasis en los accionistas, aun cuando se debería considerar a los acreedores y a los prestamistas, es decir a todo aquel que proporcione recursos a la empresa que deban ser bien gestionados y protegidos.

Se muestran particularmente los resultados del estudio entre los años 2001 y 2008, período en que comienza a desarrollarse el marco regulatorio del gobierno societario en Chile a partir de la Ley de OPA (Oferta Pública de Adquisición) y con información contable financiera elaborada en el contexto de los Principios de Contabilidad generalmente Aceptados en Chile. De manera global se realiza el análisis de los resultados correspondientes al período 2009 a 2013, cuando se fortalece el marco regulatorio y normativo de los gobiernos corporativos en Chile y se adoptan las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) para la preparación de la información presentada en los estados financieros y memorias anuales. Las cifras preparadas bajo un conjunto normativo distinto no son comparables y pueden inducir al investigador a conclusiones erróneas.

En el estudio se ha considerado los principios de gobierno corporativo emitidos por la OCDE en 1999, bajo la versión actualizada al año 2004 y que se encuentra nuevamente en revisión desde 2014 y según informa la entidad, la versión final de los Principios revisados está programada para completarse en 2015.

El modelo definido en el estudio del efecto de la calidad de las prácticas de gobierno corporativo sobre el valor de la empresa, en las sociedades chilenas que cotizan sus valores en la Bolsa, es solamente explicativo no predictivo.

Las cuentas anuales (memorias) y los estados financieros deben proveer una imagen fiel de los efectos, causados por las decisiones y acciones, en la estructura patrimonial de la compañía. Por lo tanto también deben aportar datos que permitan estudiar que el buen gobierno corporativo se ve reflejado en el valor que se agrega en la empresa, es por ello que en el tercer estudio empírico (cuarto objetivo) se utilizaron variables contables en el modelo explicativo del valor de la empresa.

6.4 Extensiones

La adopción en Chile de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), también constituye un paso importante en el contexto de desarrollar mejor gobierno

corporativo y de otorgar mayor transparencia a los mercados de capitales, ya que los inversionistas que cotizan en la bolsa de comercio, tienen derecho a una información financiera que sea precisa, completa, amplia y comparable entre las compañías. Cada vez más, esto significa que los inversionistas tanto locales como internacionales necesitan que los estados financieros sean preparados de acuerdo con normas reconocidas, que faciliten las comparaciones entre compañías en las mismas industrias, sin importar donde ellas estén localizadas. El estudio en Chile comprende el período anterior a 2009, año en que ocurre la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y la promulgación de la ley que fortalece los gobiernos corporativos. Las NIIF comprenden las normas que requieren mayor revelación de información referida a aspectos vinculados al gobierno corporativo como por ejemplo: transacciones entre partes relacionadas (NIC 24), la gestión de los segmentos de operación (NIF 8), la estructura de propiedad (NIC 1). Por lo tanto, resulta necesario aplicar el índice formulado para verificar si ha habido mejoras a la calidad de la información y a la calidad de los gobiernos corporativos en las empresas estudiadas después de la implementación de la normativa contable y legal antes señalada.

Los modelos en los cuales las variables dependientes utilizan datos contables, como es el caso de la q de Tobin, no son explicadas por el ICGC. Esto podría indicar que el mercado captura la calidad del gobierno corporativo, lo que a su vez no queda bien reflejado en las cifras contables preparadas en base a Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA). Entonces, es interesante poder replicar este estudio en un período posterior en el cual ocurren dos eventos significativos, el fortalecimiento legal de las normas de gobierno corporativo y la incorporación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en las sociedades anónimas que cotizan en las bolsas chilenas.

En los siguientes estudios robustecer los modelos, midiendo la endogeneidad tal como lo han realizado otros autores. Además, basándonos en Love (2011) estudiar el efecto que produjo la incorporación de la Ley N° 20.382 en la calidad de los gobiernos corporativos y en el valor de la empresa. Se espera que si ha aumentado el nivel del ICGC, y existe una relación causal del gobierno corporativo sobre el valor de la empresa, este último también debería haber aumentado.

También es interesante estudiar, si la incorporación de las NIIF como modelo contable, la inclusión del Valor Razonable o Valor Justo como modelo de valoración impactan positivamente al valor de la empresa.

¡El siglo 21 promete ser la centuria del gobierno corporativo!
(Tricker, 2009)

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Adeyale, A. (2013). Corporate Governance: a Comparative Study of the Corporate Governance Codes of a Developing Economy with Developed Economies. *Research Journal of Finance and Accounting (Online)*, 4(1), 65-77.
- Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R. and Williamson, R. (2007). Do U.S. Firms Have the Best Corporate Governance? A Cross- Country Examination of the Relation between Corporate Governance and Shareholder Wealth. *ECGI European Corporate Governance Institute*, Finance Working Paper N°. 145/2007.
- Agosin, M. and Pastén, E. (2003). Corporate Governance in Chile. Banco Central de Chile. Documentos de Trabajo N° 209. Recuperado de <http://www.bcentral.cl/Estudios/documentos-trabajo/pdf/dtbc209.pdf>
- Aguilera, R. and Cuervo-Cazurra, A. (2004). Codes of good governance worldwide. What is the trigger? *Studies in Organizational Management*, 25(3), 415-443.
- Aguilera, R. V. (2005). Corporate Governance and Director Accountability: an institutional Comparative Perspective. *British Journal of Management*, 16, S39–S53.
doi: 10.1111/j.1467-8551.2005.00446.x
- Aguilera, R. and Cuervo-Cazurra, A. (2009). Codes of Good Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 376–387.
- Aksu, M. and Kosedag, A. (2006). Transparency and Disclosure Scores and their Determinants in the Istanbul Stock Exchange. *Corporate Governance: An International Review*, 14(4), 277-296.
- Allayannis, G., Lel, U. and Miller, D.P. (2011). The Use of Foreign Currency Derivatives, Corporate Governance, and Firm Value Around the World. *Darden Business School Working Paper No. 03-10*. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=460987>
- Alves, C. and Mendes, V. (2004). Corporate Governance Policy and Company Performance: the Portuguese case. *Corporate Governance*, 12(3), 290-301.
- Ammann, M., Oesch, D. and Schmid, M. (2010). Corporate Governance and Firm Value: International Evidence. doi:10.2139/ssrn.1692222

- Ammann, M., Oesch, D. and Schmid, M. (2011). Corporate Governance and Firm Value: International Evidence, *Journal of Empirical Finance* 18(1), 36-55.
- Ammann, M., Oesch, D. and Schmid, M. (2013). Product Market Competition, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the EU Area, *European Financial Management*, 19(3), 452-469. doi:10.1111/j.1468-036X.2010.00605.x
- Ananchotikul, N. (2008). Does Foreign Direct Investment Really Improve Corporate Governance? Evidence from Thailand. *Economic Research Department, Bank of Thailand, series Working Papers (2008- 09)*, 1-10.
- Anderson, A. and Gupta, P. (2009). A Cross-Country Comparison of Corporate Governance and Firm Performance: Do Financial Structure and the Legal System Matter? *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 5(2), 61–79.
- Aoki M. (1984). *The Co-operative Game Theory of the Firm*, Oxford: Clarendon Press.
- Arcot, S. and Bruno, V. (2007). One Size Does Not Fit All, After All : Evidence from Corporate Governance. *Journal of Empirical Legal*, 4(4), 1041-1057.
- Association Française des Entreprises Privées (Afepe) and the Mouvement des Entreprises de France (Medef). (2013). Corporate Governance Code of Listed Corporations. Recuperado de http://www.ecgi.org/codes/documents/afep_medef_code_revision_jun2013_en.pdf
- ASX Corporate Governance Council. (2014). *Corporate Governance Principles and Recommendations*. 3rd Edition.
- Atkins, P. (2008). Corporate Governance in the USA against the Background of Recent Developments Remarks to the 7th German Corporate Governance Code Conference. Speech by SEC Staff: Commissioner Paul S. Atkins. Recuperado de <http://www.sec.gov/news/speech/2008/spch062708psa-eng.htm>
- Bae, K.H., Baek, J.S., Kang, J.K., and Liu, W.L. (2012). Do controlling shareholders' expropriation incentives imply a link between corporate governance and firm value? Theory and evidence. *Journal of Financial Economics*, 105(2), 412-435. doi:10.1016/j.jfineco.2012.02.007
- Bai, C-E., Liu, Q., Lu, J., Song, F. and Zhang, J. (2003). Corporate Governance and Market Valuation in China. William Davidson Working Paper Number 564. Recuperado de <http://wdi.umich.edu/files/publications/workingpapers/wp564.pdf>

- Bauer, R., Guenster, N. and Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management*, 5(2), 91–104.
- Bebchuk, L., Cohen, A. and Ferrell, A. (2004). What matters in corporate governance? Harvard John M. Olin Center for Law, Economics, and Business. Discussion Paper No. 491. As revised for publication in *The Review of Financial Studies*.
- Bebchuk, L. Cohen, A. and Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance. *Review of Financial Studies* 22, 783-827.
- Bebchuk, L. and Weisbach, M. (2010). The State of Corporate Governance Research. *The Review of Financial Studies*, 23(3), 939-961.
- Bebchuk, L., Cohen, A. and Wang, C. (2011). Learning and the Disappearing Association Between Governance and Returns. *Journal of Financial Economics*, Forthcoming; *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 667*. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=1589731>.
- Bebchuk, L., Cohen, A. and Wang, C. (2013). Learning and the Disappearing Association Between Governance and Returns. *Journal of Financial Economics*, 108(2), 323-348.
- Bebczuk, R. (2005). Corporate Governance and Ownership: Measurement and Impact on Corporate Performance and Dividend Policies in Argentina. *Inter-American Development Bank. Latin American Research Network. Research Network Working paper #R-516*, 1-59.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M. and Zimmermann, H. (2006). An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation. *European Financial Management*, 12(2), 249–283.
- Benavides, J. (2009). Governance Codes: Facts or Fictions? A Study of Governance Codes in Colombia. doi/10.2139/ssrn.1467885
- Benavides, J. (2012). Are Governance Practices Associated with good results? The Case of Colombia. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=1986196>
- Benavides, J. and Mongrut, S. (2010). Governance codes: Facts or Fictions? A study of governance codes in Colombia. *Estudios Gerenciales*, 26(117), 85-102.

- Berle, AA. and Means, GC. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York, Macmillan Publishing Co.
- Berstein, S., Castañeda, P., Fajnzylber, E. y Reyes, G. (2009). CHILE 2008: UNA REFORMA PREVISIONAL DE SEGUNDA GENERACIÓN. Superintendencia de Pensiones. Primera Edición, Octubre 2009. Recuperado de <http://www.spensiones.cl/portal/informes/581/w3-article-6102.html>
- Bhagat, S. and Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14, 257–273.
- Birkett, B.S. (1986). The recent history of corporate audit committees. *The Accounting Historians Journal*, 13(2), 109-124.
- Black, B. (2001). The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 2(2), 89–108.
- Black, B., Jang, H. and Kim, W. (2006a). Predicting Firms' Corporate Governance Choices: Evidence from Korea. *Journal of Corporate Finance*, 12, 660–691.
- Black, B., Jang, H. and Kim, W. (2006b). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics & Organization*, 22, 366-413.
- Black, B. and Kim, W. (2012). The effect of board structure on firm value: A multiple identification strategies approach using Korean data. *Journal of Financial Economics*, 104(1), 203-226.
- Black, B., de Carvalho A. and Gorga, E. (2012a). What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIC countries). *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 934-952.
- Black, B., Kim, W., Jang, H. and Park, K. (2012b). How Corporate Governance Affects Firm Value: Evidence on Channels from Korea. European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No. 103/2005; KDI School Working Paper Series, Working Paper No. 08-19; Northwestern University School of Law, Law and Econ Research Paper Number 09-23; University of Texas School of Law, Law and Economics Working Paper No. 51; University of Texas, McCombs School of Business. Working Paper No, FIN-01-05. Draft January 2012. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=844744>.

- Blom, J. and Schauten, M.B.J. (2008). Corporate governance and the cost of debt. *New Developments in Financial Modeling*. Newcastle: Cambridge Scholars Publishing, 116–145.
- Bolsa de Comercio de Santiago (2007). Reseña Anual 2007.
- Bolsa de Comercio de Santiago (2008). Reseña Anual 2008.
- Bolsa de Comercio de Santiago (2010). Características del mercado bursátil en Chile.
- Börsch-Supan, A. and Köke, J. (2002). An Applied Econometricians' View of Empirical Corporate Governance Studies. *German Economic Review*, 3, 295-326. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=320578>
- Botosan, C. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 72 (3), 323-349.
- Botosan, C and Plumlee, M. (2002). A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 21–40.
- Bozec, R. and Bozec, Y. (2012). The Use of Governance Indexes in the Governance-Performance Relationship Literature: International Evidence. *Canadian Journal of Administrative Sciences, Revue canadienne des sciences de l'administration*, 29, 79–98. Published online 11 June 2011 in Wiley Online Library (wileyonlinelibrary.com). doi: 10.1002/CJAS.201
- Bozec, R., Dia, M. and Bozec, Y. (2010). Governance–Performance Relationship: A Re-Examination Using Technical Efficiency Measures. *British Journal of Management*, 21(3), 684-700.
- Bravo, F., Abad, Ma. C. and Trombetta, M. (2010). Disclosure theories and disclosure measures. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 39 (147), 393-415.
- Brown, L. and Caylor, M. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25, 409–434.
- Brown, L. and Caylor, M.L. (2009). Corporate governance and firm operating performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(2), 129-144. doi:10.1007/s11156-007-0082-3

- Brown, P., Lee, M., Owen, S. and Walter, T. (2009). Corporate Governance and the Long-Run Performance of Firms Issuing Seasoned Equity: An Australian Study. 22nd Australasian Finance and Banking Conference 2009. doi:10.2139/ssrn.1378485
- Bruno, V. and Claessens, S. (2010). Corporate governance and regulation: can there be too much of a good thing? *Journal of Financial Intermediation* 19, 461-482.
- Bushman, R.M. and Smith, A.J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 237–333.
- Cadbury, A. Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (1992). The Financial Aspects of Corporate Governance. Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd. Burgess Science Press, Great Britain. Recuperado de <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>
- Cadbury, S. A. (2000), The Corporate Governance Agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 8: 7–15. doi: 10.1111/1467-8683.00175
- Cadbury, A. (2005). Golden Peacock Award.
- Cámara de Representantes (2002). Informe 107-610. Sarbanes-Oxley Acta del 2002. 107avo Congreso 2da. Sesión, 24 de julio de 2002.
- Cañibano, L. (2004). Información Financiera y Gobierno de la Empresa. *Revista Internacional LEGIS de Contabilidad & Auditoría*, 19,157-235. Discurso pronunciado en la toma de posesión como académico numerario del Excmo. Sr. Dr. Leandro Cañibano Calvo en la Real Academia de Doctores de España, 21 de enero de 2004, Madrid MMIV). Recuperado de <http://www.uam.es/departamentos/economicas/contabilidad/doctorado/canibano/53.pdf>
- Cañibano, L. (2009). Editorial. La Contabilidad como práctica social e institucional, *CapicReview*, 7. Recuperado de <http://www.capic.cl/capic/images/vol7editorial.pdf>
- Cañibano, L. y Gisbert, A. (2006). Las Bolsas de Valores como motivación para el desarrollo de prácticas de gestión del resultado. *Observatorio Contable*, 5, 66-74.
- Carvalho, A. (2012). Do shareholder agreements affect market valuation? Evidence from Brazilian listed firms. *Journal of Corporate Finance*, 18, 919–933.
- Centro para el gobierno de la empresa (GEChile) (2007). Principios Generales de Gobierno Societario para las Empresas Chilenas. Recuperado de

www.gobiernodelaempresa.cl/files/cge/noticias/PrincipiosdeGobiernoSocietarioGE2007.pdf

- Centro de Estudios en Economía y Negocios (CEEN). (2013). Paulmann y Solari se mantienen primeros, grupo Angelini avanza. Recuperado de <http://negocios.udd.cl/ceen/files/2013/10/RGE-13-06-vf.pdf>
- Charreaux, G. (1996). Vers une théorie du gouvernement des entreprises. Recuperado de <http://leg.u-bourgogne.fr/wp/0960501.pdf>
- Charreaux, G. (2004). Corporate Governance Theories: From Micro Theories to National Systems Theories. FARGO - Centre de recherche en Finance, ARchitecture et Gouvernance des Organisations, Working paper of FARGO n° 1041202. Recuperado <http://leg.u-bourgogne.fr/wp/1041202.pdf>
- Charreaux, G. and Desbrieres, P. (1998). Corporate Governance: Stakeholder Value versus Shareholder Value. *Finance Controle Strategie*, 1. Recuperado de doi.org/10.2139/ssrn.262902
- Chen, W.P., Chung, H., Lee, C. and Liao, W.L. (2007). Corporate Governance and Equity Liquidity: analysis of S&P transparency and disclosure rankings. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (4), 644–660.
- Cheng, E. C. M., Courtenay, S. M. and Krishnamurti, C. (2006). The Impact of Increased Voluntary Disclosure on Market Information Asymmetry, Informed and uninformed Trading. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2(1), 33-72.
- Chhaochharia, V. and Grinstein, Y. (2007). Corporate governance and firm value: The impact of the 2002 governance rules. *The Journal of Finance*, 62(4), 1789-1825.
- Chhaochharia, V. and Laeven, L. (2009). Corporate governance norms and practices. *Journal of Financial Intermediation*, 18(3), 405-431.
- Chidambaran, N.K., Palia, D. and Zheng, Y. (2008). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Large Governance Changes. Draft (March 18, 2008). doi: 10.2139/ssrn.1108497
- Chisari, O. and Ferro, G. (2009). Corporate Governance: the problems, the current stage of the discussion and a measurement exercise for Argentina. Personal RePEc Archive (MPRA) Paper No. 15630. Recuperado de <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/15630/>

- Chong, A. and López-de-Silanes, F. (2006). Corporate Governance and Firm Value in Mexico. *Inter-American Development Bank, Research Department, Working Paper #564*,1-77. Recuperado de <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubwp-564.pdf>
- Chong, A. and López-de-Silanes, F. (2007). Corporate Governance in Latin America. *Inter-American Development Bank, Research Department, Working Paper 591*. Recuperado de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=182006
- Clacher, I., Doriye, E. and Hillier, D. (2008). Does Corporate Governance Matter? New Evidence from the United Kingdom. Draft. doi/10.2139/ssrn.1293188
- Claessens, S. (2003). Corporate Governance and Development. *Global Corporate Governance Forum Focus 1* Recuperado de http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/7fc17c0048a7e6dda8b7ef6060ad5911/Focus_1_Corp_Governance_and_Development.pdf?MOD=AJPERES
- Clarke, A. (2003). Políticas en la Implementación de Gobiernos Corporativos, Segunda Reunión del Foro Regional sobre el Sector Financiero, Gobiernos Corporativos, Banco Interamericano de Desarrollo (Washington D.C.). Recuperado de http://www.iadb.org/sds/doc/IFM-Alvaro_Clarke-2003.pdf
- Coase, R. (1937). The Nature of the Firm. *Economica, New Series*, 4(16), 386–405.
- Cohen, A. and Wang, Ch. (2013). How do staggered boards affect shareholder value? Evidence from a natural experiment. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 627-641.
- Coles, J., Daniel, N and Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329–356.
- Coloma, F. (2012a). Fernando Coloma, superintendente de Valores y Seguros, creó unidades para fiscalizar a auditora y clasificadoras. Con Hacienda analiza cambios legales. Y sugiere una serie de medidas de autorregulación a las compañías. *Diario La Tercera*, 27 de marzo de 2012, en Santiago de Chile.
- Coloma, F. (2012b). SVS refuerza controles a auditoras y propone cambios en empresas tras caso La Polar. Recuperado de <http://diario.latercera.com/2012/03/11/01/contenido/negocios/27-103434-9-svs-refuerza-controles-a-auditoras-y-propone-cambios-en-empresas-tras-caso-la.shtml>
- Coloma, F. (2013). Superintendente de Valores y Seguros Chile. Gobierno Corporativo pre y post NCG N° 341. Presentación realizada en ESE Business School Universidad

- de los Andes, en marzo de 2013. Recuperado de http://www.svs.cl/portal/prensa/604/articles-13376_doc_pdf.pdf
- Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo (2013). Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas. Madrid, 14 de octubre de 2013. Recuperado https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CEGC_EstModif_20131014.pdf
- Comisión Europea (2014). Recomendación de la Comisión de 9 de abril de 2014 sobre la calidad de la información presentada en relación con la gobernanza empresarial («cumplir o explicar») (2014/208/UE). Recuperado de <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES-EN/TXT/?uri=CELEX:32014H0208&from=EN>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). (2013). Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas. Recuperado de http://www.ecgi.org/codes/documents/codigo_unificado_spain_jun2013_es.pdf
- Committee on Corporate Governance (COG). (2011). Recommendations on Corporate Governance. Recuperado de http://www.ecgi.org/codes/documents/recommendations_cg_denmark_may2014_en.pdf
- Concha y Toro (2004). Código de Ética de Viña Concha y Toro S.A. Recuperado de www.conchaytoro.com/es/inversionistas/codigo-de-etica/
- Core, J., Guay, W.R. and Rusticus, T.O. (2006). Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. *Journal of Finance* 61, 655-687.
- Corporate Governance Committee (2014). Corporate Governance Code. Recuperado de http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_code_italy_14july2014_en.pdf
- Cremers, K.J.M. and Nair, V. (2005). Governance Mechanisms and Equity Prices. *The Journal of Finance*, 60(6), 2859–2894.
- Cremers, M. and Ferrell, A. (2009). Thirty years of corporate governance: Firm valuation and stock returns. Yale ICF Working Paper No. 09-09. Recuperado de <http://test-icf.som.yale.edu/ICF%20Working%20Paper%20Series/2009/09-09.pdf>
- Cremers, M. and Ferrell, A. (2010). Thirty Years of Shareholder Rights and Firm Valuation. *Journal of Finance*, Forthcoming. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=1413133>
- Cuervo, A. (2002). Corporate Governance Mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance*, 10(2), 84-93.

- Cuñat, V., Gine, M. and Guadalupe, M. (2010). The Vote is Cast: The Effect of Corporate Governance on Shareholder Value. Recuperado de doi:10.2139/ssrn.1555961
Publicado en 2012 en *Journal of Finance*, 67(5), 1943-1977.
doi: 10.1111/j.1540-6261.2012.01776.x
- Daines, R., Gow, I and Larcker, D. (2009). Rating the Ratings: How Good are Commercial Governance Ratings?. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper Series No. 1, Stanford University School of Law Law & Economics Research Paper Series Paper No. 360.
- Davis, J.H., Schoorman, F.D. and Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47.
- De Andrés Alonso, P. y Santamaría Mariscal, M. (2010). Un paseo por el concepto de gobierno corporativo. *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, 2(2), 95-114.
- De la Fuente, H., Campos, R., Silva, B and Cademartori, D. (2013). An Econometric Analysis for the Behavior of the Bid-Ask Spread H. *Open Journal of Social Sciences*, 1 (7), 1-5. Published Online December 2013 in SciRes (<http://www.scirp.org/journal/jss>)
<http://dx.doi.org/10.4236/jss.2013.17001>
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Skinner, J. (2000). Special Dividends and the Evolution of Dividend Signalling. *Journal of Financial Economics*, 57(3), 309–354.
- Demb, A. and Neubauer, F.F. (1992). *The Corporate Board*, Oxford.
- Demirguc-Kunt A. and Levine R. (1999). Bank- Based and Market-based financial systems: Cross-Country comparisons. Development Research Group, The World Bank and Finance Department, University of Minnesota. Recuperado de doi/pdf/10.1596/1813-9450-2143
- Demsetz, H. and Villalonga, B. (2001). Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
- Denis D. and McConnell J. (2003). International Corporate Governance; *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36.
- Desender, K. A., Aguilera, R. V., Crespi, R. and García-Cestona, M. (2013), When does ownership matter? Board characteristics and behavior. *Strategic Management Journal*, 34(7), 823–842. doi: 10.1002/smj.2046
- Dey, A. (2008). Corporate Governance and Agency Conflicts. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1143 -1181.

- Diario Oficial de la Unión Europea. (2014). Recomendación de la Comisión de 9 de abril de 2014 sobre la calidad de la información presentada en relación con la gobernanza empresarial («cumplir o explicar»). Recuperado de <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014H0208&from=EN>
- Díaz, P (2007) Un índice de transparencia financiero-contable para las empresas chilenas. *CapicReview*, 5, 9 -18.
- Díaz, P.; Pizarro, V.; Azúa, D. and Silva, B. (2008). Índice de transparencia en la revelación de información publicada en el mercado de capitales chileno. *Revista Estudios de Información y Control de Gestión Nº 14*, Primer semestre 2008: 1-23.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88, 430-465.
- Doidge, C., Karolyi, G.A. and R. Stulz. (2004). Why are foreign firms listed in the U.S. worth more? *Journal of Financial Economics*, 71, 205-238.
- Doidge, C., Karolyi, G.A. and Stulz, R. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics* 86(1), 1–39.
- Donaldson, J. and Davis, J.H. (1991) Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-65.
- Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: Organizational economics and management theory. *Academy of Management Review*, 15, 369-381.
- Donaldson, L. (2008). Ethics Problems and Problems with Ethics: Toward a Pro-Management Theory. *Journal of Business Ethics*, 78, 299-311.
- Drobetz, W., Schillhofer, A. and Zimmermann, H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(2), 267–293.
- Durnev, A. and Kim, E.H. (2005). To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment and Valuation. *The Journal of Finance*, 60(3), 1461–1493.
- Eng, L.L. and Mak, Y.T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, 325-345.
- Enrione, A.; Mazza, C. and Zerboni, F. (2006). Institutionalizing Codes of Governance. *American Behavioral Scientist*, 49(7), 961-973. doi: 10.1177/0002764205285175
- Enrione, C. y Perera, L. (2007). Gobierno de la Empresa y Autorregulación. Bases para la Elaboración de Códigos de Buenas Prácticas en Empresas Chilenas. Santiago de Chile:ESE-Universidad de los Andes.

- Ernst and Young. (2007) Principios societarios: Consolidando un buen gobierno corporativo. *Colección Estrategia*.
- Espinosa, C. (2009). Estructura de propiedad y desempeño de la firma: el caso chileno. *Academia. Revista Latinoamericana de Administración*, 43, 41-62.
- Espinosa, C and Maquieira, C. (2010). Desempeño y Concentración de la propiedad en empresas chilenas emisoras de American Depositary Receipts (ADR). *Cuadernos de Administración*, 23 (40), 95-116.
- European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) (2014) Traducción de Corporate Governance Code (Russia). Version published on the Official *Journal of the Bank of Russia*, 40 (1518) - 18 April 2014. Recuperado de http://www.ecgi.org/codes/documents/russian_code_18apr2014_en.pdf
- European Commission (2011). GREEN PAPER. The EU corporate governance framework. Brussels.
- Fama E.F. and Jensen M. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics*, 26(2), Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution, 327-349.
- Fama, R. and Barros, L. (2000). Q de Tobin e seu uso em Financas: Aspectos metodológicos e conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo*, 07(4), 27- 43.
- Fernández Nogales, Ángel (1997). Investigación de Mercados : Obtención de Información. Biblioteca Civitas Economía y Empresa. Colección Empresa. Madrid: Editorial Civitas. Tratados y Manuales.
- Fernández Nogales, Ángel (2002). Investigación y Técnicas de Mercados. España: Editorial ESIC.
- Fernández-Rodríguez, E.; Gómez-Ansón, S. and Cuervo-García, A. (2004). The Stock Market Reaction to the Introduction of Best Practices Codes by Spanish Firms. *Corporate Governance: An International Review*, 12(1), 29-46.
- Financial Reporting Council (FRC) (2009) Review of the Combined Code : Final Report United Kingdom, December 2009.
- Financial Reporting Council (FRC) (2012a). The UK Corporate Governance Code. September 2012. Recuperado de http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_code_uk_sep2012_en.pdf
- Financial Reporting Council FRC. (2012b). The UK Stewardship Code. Recuperado de http://www.ecgi.org/codes/documents/stewardship_code_uk_sep2012_en.pdf

- Financial Reporting Council FRC. (2014). The UK Corporate Governance Code. Recuperado de http://www.ecgi.org/codes/documents/uk_cgcode_sept2014_en.pdf
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Friedman, M. (1962). *Capitalismo y libertad*. Chicago: University of Chicago Press.
- Fu, R., Kraft, A. and Zhang, H. (2012). Financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity. *Journal of Accounting and Economics*, 54(2), 132-149.
- Garay, U. and González, M. (2008). Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela. *Corporate Governance*, 16(3), 194-209.
- García, R. (2014). Norma de Información sobre Prácticas de Gobierno Corporativo en Chile. Publicaciones SVS. Recuperado de http://www.svs.cl/portal/publicaciones/610/articles-16379_doc_pdf.pdf
- García Osma, B. y Gill de Albornoz Noguera, B. (2004). El gobierno corporativo en las empresas españolas cotizadas: el cumplimiento de las recomendaciones del código Olivencia. *Revista Valenciana de Economía y Hacienda*, 10, 127-160.
- García Osma, B. y Gill de Albornoz Noguera, B. (2005). El gobierno corporativo y las prácticas de earnings management: Evidencia empírica en España, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A. Documentos de Trabajo. Serie EC, 2005, Número: 11 Recuperado en <http://www.ivie.es/downloads/docs/05/wpec-11.pdf>
- García, J.M., García, B. and Peñalva Acedo, F. (2009). Accounting Conservatism and Corporate Governance. *Review of Accounting Studies*, 14(1), 161 – 201. doi:10.1007/s11142-007-9060-1
- Ghoul, S. E., Guedhami, O., Ni, Y., Pittman, J. and Saadi, S. (2013). Does Information Asymmetry Matter to Equity Pricing? Evidence from Firms' Geographic Location. *Contemporary Accounting Research*, 30(1), 140-181.
- Gill, A. (2001). CG Watch. Corporate governance in emerging markets. Saints and Sinners: Who's got religion. *CLSA Emerging Markets*, 1-224. Recuperado de <http://www.webb-site.com/codocs/Saints&Sinners.pdf>
- Gill, A., Allen, J. and Powell, S. (2010) CG Watch 2010. Stray not into perdition Asia's CG momentum slows. Recuperado de <https://www.clsa.com/pdf.cfm?link=/assets/files/reports/CLSA-CG-Watch-2010.pdf>
- Gillan, S.L. (2006). Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal of Corporate Finance*, 12, 381- 402.

- Gillan, S.L. and Starks, L.T. (1998). A survey of shareholder activism: motivation and empirical evidence. *Contemporary Finance Digest*, 2(3), 10-34.
- Ministerio de Hacienda. (2010). Ministro Larraín anuncia nuevo reglamento para Sociedades Anónimas y Fondos Mutuos en Agenda MKB. Recuperado de <http://www.gob.cl/informa/2010/10/28/ministro-larrain-anuncia-nuevo-reglamento-para-sociedades-anonimas-y-fondos-mutuos-en-agenda-mkb.htm>
- Gompers, P., Ishii, J. and Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Gompers, P., Ishii, J. and Metrick, A. (2010). Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States. *Review of Financial Studies* 23(3), 1051-1088.
- Goncharov, I., Werner, J. and Zimmermann, J. (2006). Does Compliance with the German Corporate Governance Code have an Impact on Stock Valuation?: An Empirical Analysis, *Corporate Governance*, 14(5), 432-445.
doi 10.1111/j.1467-8683.2006.00516.x
- Gordon M.J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), Part 1, 99-105 Recuperado de http://www.wiso.uni-hamburg.de/fileadmin/sozialoekonomie/bwl/bassen/Lehre/International_Finance_I/Assignments/1959_Gordon.pdf
- Gregory, H.J. and Simms M.E. (1999). Corporate Governance: What it is and why it matters. 9th International Anti-Corruption Conference, 10-15 October 1999, Durban, South Africa.
- Grullon, G., Michaely, R. and Swaminathan, B. (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity? *Journal of Business*, 75(3), 387-424.
- Gutiérrez, L. and Pombo, C. (2007). Corporate Governance and Firm Valuation in Colombia. *Inter-American Development Bank. Research Department. Working Paper #568*.
- Guzmán-Brito, A. (2004). La influencia del Código Francés en las codificaciones americanas, 26-60. Recuperado de http://www.udp.cl/descargas/facultades_carreras/derecho/pdf/investigaciones/Cuadernos_de_analisis_Coleccion_Derecho_Privado/N2_De_codificacion_descodificacion/Panel1/civilfrance_codificacioneamaericanas.pdf
- Haat, H. M., Mahenthiran S., Rahman A. R. and Hamid A. N. (2006). Agency Costs as a Factor in the Suspension of Companies from the Kuala Lumpur Stock Exchange. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 2(1), 99-121.

- Haat, M.H., Rahman, R.A and Mahenthiran, S. (2008). "Corporate governance, transparency and performance of Malaysian companies". *Managerial Auditing Journal*, 23(8), 744-778.
- Haat, M; Rahman, R.; Hamid, N. and Mahenthiran, S. (2006). The factors that cause companies to be suspended from the Kuala Lumpur Stock Exchange*. *Malaysian Accounting Review*, 5(1), 115-138.
- Haniffa, R. M. and Cooke, T. E. (2002). Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian Corporations. *Abacus*, 38(3), 317-349. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=336822>
- Hart, O. (1995). Corporate Governance: Some Theory and Implications. *The Economic Journal*, 105(430), 678-689.
- Haskovec, N. (2012). Codes of Corporate Governance. A Review. Working Paper published by the Millstein Center for Corporate Governance and Performance. Recuperado de http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/Codes%20of%20Corporate%20Governance_Yale_053112.pdf
- Hernández-Sampieri, R., Fernández-Collado, C y Baptista-Lucio, P. (2007). Fundamentos de metodología de la investigación. Cuarta edición. Iztapalapa. Mc Graw Hill.
- Hilb, Martin. (2005) New Corporate Governance. Successful Board Management Tools. Second Edition. Springer Berlin- Heidelberg, 2005, 2006. Printed in Germany. springeronline.com
- Hill, C. and Jones, T. (1992). Stakeholder-Agency Theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131–154.
- Hillman, A.J. and Keim, G.D. (2001). Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line? *Strategic Management Journal*, 22 (2), 125-139.
- Hoffmann, P.S. (2013). Internal corporate governance mechanisms as drivers of firm value: panel data evidence for Chilean firms *Review of Managerial Science*, 1-30, doi:10.1007/s11846-013-0115-3
- Huang CY. and Ho YS. (2011). Historical research on corporate governance: A bibliometric analysis, *African Journal of Business Management*, 5(2), 276-284.
- Instituto Português de Corporate Governance. (2014). Código de Governo das Sociedades. Recuperado de http://www.ecgi.org/codes/documents/code_portugal_jan2014_pt.pdf
- International Federation of Accountants (IFAC). (2015). IFAC Response to OECD Principles of Corporate Governance Draft for Public Comment del 4 de enero de 2015. Recuperado

- de <http://www.ifac.org/sites/default/files/publications/files/IFAC-Response-to-OECD-consultation.pdf>
- International Monetary Fund. Reports on the Observance of Standards and Codes (ROSCs). Recuperado de <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sc.htm>
- Jackson G. (2010). Understanding Corporate Governance in the United States. Arbeitspapier 223. Recuperado de http://www.boeckler.de/pdf/p_arbp_223.pdf
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G. and Whalen, D. (2007). Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements? *Journal of Accounting and Public Policy*, 26, 497–522.
- Khurana, I. K., Pereira, R. and Martin, X. (2006). Firms Growth and Disclosure: An Empirical Analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(2), 357-380.
- Kim, K., Nofsinger, J. and Mohr, D. (2010). Corporate Governance. Third Edition. Upper Saddle River, New Jersey: Pearson-Prentice Hall
- Kirkpatrick, G. (2009). The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis. Financial Market Trends. OECD 2009. Pre-publication version for Vol. 2009/1.
- Kitagawa, C., Ribeiro, M. S. and Ciampaglia, P. (2009). The responsibilities of the board: The level of compliance of Latin Americans' companies to the OECD principles of corporate governance. In Mathew Tsamenyi, Shahzad Uddin (ed.) *Research in Accounting in Emerging Economies*, 9,97-117.
doi:10.1108/S1479-3563(2009)0000009006
- Klapper, L and Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance* 10, 703–728.
- Klapper, L. and Love, I. (2002). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *World Bank Policy Research Working Paper 2818, Journal of Corporate Finance*.
- Klein, P.; Shapiro, D. and Young, J. (2005). Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian evidence. *Corporate Governance*, 13(6), 769-784.
- Kole, S. and Lehn, K. (1999). Deregulation and the Adaptation of Governance Structure: The Case of the U.S. Airline Industry. *Journal of Financial Economics*, 52, 79–117.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.

- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A. and Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation, *Journal of Finance*, 57, 1147-1170.
- Lama, T. B. (2012). Empirical Evidence on the Link Between Compliance with Governance of Best Practice and Firms' Operating Results, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 6(5), 2012, 63-80. Recuperado de <http://ro.uow.edu.au/aabfj/vol6/iss5/5>
- Lama, T. B. (2013). Empirical Evidence on the Link Between Compliance with Governance of Best Practice and Firms' Operating Results. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 6(5), 63-80.
- Langebaek, A. and Ortiz, J. (2007). Q de Tobin y gobierno corporativo de las empresas listadas en bolsa. *Borradores de Economía, Banco de la República de Colombia*, 447, 1-37.
- Larcker, D. F., Richardson, S.A. and Tuna, I. (2007). Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963-1008.
- Larcker, D., So, E. and Wang, Ch. (2013) .Boardroom centrality and firm performance. *Journal of Accounting and Economics*. 55(2–3), 225–250.
- Larraín, G. (2008). Asimetrías de información, riesgos, desafíos, acción. Presentación en Seminario Uso de Información Privilegiada, 28 de julio de 2008. Superintendente de Valores y Seguros. Recuperado de http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/seminarios_year.php
- Leal, A. and Carvalho-da-Silva, A. (2005). Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile). *Inter-American Development Bank, Latin American Research Network* .Working paper #R-514, 1-80. Recuperado de http://www.iadb.org/en/research-and-data/publication-details,3169.html?pub_id=R-514
- Lee, J., Lee, K. and Nagarajan, N. (2014). Birds of a feather: Value implications of political alignment between top management and directors. *Journal of Financial Economics*, 112 (2), 232–250.
- Lefort, F. (2003) Gobierno corporativo: ¿Qué es? y ¿Cómo andamos por casa? *Cuadernos de Economía*, Año 40, N° 120, agosto 2003, Págs. 207-237. Recuperado de <http://www.scielo.cl/pdf/cecon/v40n120/art02.pdf>

- Lefort, F. (2007). Estructura Societaria y Manejo de Información Privilegiada. CEChile-PUC. Presentación en Seminario Información Privilegiada en Chile, Jornada de Reflexión SVS, ICARE, GEChile, octubre de 2007. Recuperado de http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/doc/icare/Presentacion_Fernando_Lefort.pps
- Lefort, F. (2008). Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile. Escuela de Administración, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas UC Año 3 / No 23, 1-11. Recuperado de <http://repositorio.uc.cl/xmlui/bitstream/handle/123456789/1522/552603.pdf?sequence=1>
- Lefort, F. and Walker, E. (2003). Corporate governance mechanisms: A study of their effects on investor protection and corporate performance in Chile (and Brazil). A Research Proposal. Recuperado de <http://www.iadb.org/res/laresnetwork/projects/pr221proposal.pdf>
- Lefort, F. and Walker, E. (2005). The effect of corporate governance practices on company market valuation and payout policy in Chile. Recuperado de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=676710
- Lefort, F. and Walker, E. (2007). Do markets penalize agency conflicts between controlling and minority shareholders? Evidence from Chile. *The Developing Economies*, 45(3), 283–314.
- Lefort, F. and Urzúa, F. (2008). Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile. *Journal of Business Research*, 61 (6), 615-622.
- Lefort, F. y Wigodski, T. (2008). Una mirada al gobierno corporativo en Chile. Casos Emblemáticos., Santiago: Ediciones Universidad Católica de Chile.
- Loderer, C. and Peyer, U. (2002). Board overlap, seat accumulation and share prices. *European Financial Management*, 8(2), 165–192.
- Lombardo, D. and Pagano, M. (2000). Law and Equity Markets: A Simple Model Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 194; and University of Salerno Working Paper No. 25. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=209312>
- Lopez-Iturriaga, F. y Pereira-do Carmo, M.L. (2006). Análisis internacional de los códigos de buen gobierno. *Universia Business Review-Actualidad Económica*, tercer trimestre 2006, 10-21. Recuperado de <http://ubr.universia.net/article/viewFile/565/691>

- López Iturriaga, F. and Lima Crisóstomo, V. (2010). Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation? An Analysis of Brazilian Firms. *Emerging Markets Finance & Trade*, 46(3), 80-94.
- Love, I. (2011). Corporate Governance and Performance around the World: What We Know and What We Don't. *The World Bank Research Observer*, 26 (1), 42-70.
- Maassen, G.F. (2002). An International Comparison of Corporate Governance Models A Study on the Formal Independence and Convergence of One-tier and Two-tier Corporate Boards of Directors in the United States of America, the United Kingdom and the Netherlands. SpencerStuart. Versión electrónica recuperado de <http://www.developmentwork.net/publications/featured-publications/81-an-international-comparison-of-corporate-governance-models>
- Mallin, C.A. (2010). Corporate Governance. Third Edition. New York: Oxford University Press Inc.
- Mansell, S. (2013). Capitalism, Corporations and the Social Contract. A Critique of Stakeholder Theory. Cambridge: University Press.
- Martin, E. and Law, J. (2006). A Dictionary of Law. Sixth Edition. Edited by Elizabeth A. Martin, Jonathan Law. New York: Oxford University Press.
- Martynova, M. and Renneboog, L. (2010). Corporate Governance Index: Convergence and Diversity of National Corporate Governance Regulations. Center Discussion Paper Series No. 2010-17; TILEC Discussion Paper No. 2010-012. doi/10.2139/ssrn.1557627
- Masulis, R. and Mobbs, S. (2014) Independent director incentives: Where do talented directors spend their limited time and energy? *Journal of Financial Economics*, 111, 406-429
- McKinsey&Company and Icare (2007). Potenciando el Gobierno Corporativo de las empresas, junio 2007, págs. 1-75. Recuperado de http://www.icare.cl/eventos_anteriores_2007/Gob_Corporativo_Baja.pdf
- McRitchie, J. (1999). What is Corporate Governance? Recuperado de <http://corpgov.net/library/corporate-governance-defined/>
- McRitchie, J. (2014). OECD's Draft Updated Principles Support Proxy Access. Recuperado de <http://corpgov.net/2014/12/oecd-draft-updated-principles-support-proxy-access/>
- Ministerio de Hacienda de Chile (1981). Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas (actualizada al 5 de junio de 2007, incluye modificaciones introducidas por Ley N° 20.190).

- Ministerio de Hacienda de Chile (1987) Ley N° 18.657 Autoriza creación de Fondo de Inversión de Capital Extranjero (actualizada al 5 de junio de 2007, incluye modificaciones introducidas por Ley N° 20.190).
- Ministerio de Hacienda de Chile. (2000). Ley N° 19.705 Regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS) y establece régimen de gobiernos corporativos. Recuperado de <http://www.leychile.cl/N?i=179295&f=2000-12-20&p=>
- Ministerio de Hacienda de Chile. (2007). Mensaje N° 563-355 Inicia Proyecto de Ley que introduce perfeccionamientos a la normativa que regula los Gobiernos corporativos de las empresas, agosto de 2007.
- Ministerio de Hacienda de Chile. (2009). Ley N° 20.382 Introduce perfeccionamiento a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas, publicada en 20 de octubre de 2009.
- Ministerio de Hacienda de Chile. (2012a). Ley N° 18.045 de Mercado de Valores (actualizada al 01-02-2012, incluye modificaciones introducidas por Ley N° 20.382 y la Ley N°20.552). Recuperado de <http://www.leychile.cl/N?i=29472&f=2012-02-01&p=>
- Ministerio de Hacienda de Chile. (2012b). Ley N° 18.046 sobre sociedades anónimas (actualizada al 01-02-2012, incluye modificaciones introducidas por Ley N° 20.382 y la Ley N°20.552). Recuperado de <http://www.leychile.cl/N?i=29473&f=2012-02-01&p=>
- Ministerio de Hacienda de Chile. (2012c) DS 702. Nuevo Reglamento de Sociedades Anónimas. D.O. 18.07.2012.
- Ministerio de Justicia. (2010). Código 1865. Código de Comercio (versión al 01 de enero de 2011, incluye modificaciones introducidas por Ley N° 20.382). Recuperado de <http://www.leychile.cl/N?i=1974&f=2011-01-01&p=>
- Minority Shareholder Watchdog Group (MSWG) and Securities Commission Malaysia. (2014). Malaysian Code for Institutional Investors. Recuperado de http://www.ecgi.org/codes/documents/malaysian_code_institutional_investors_jun2014_en.pdf
- Morales, M., Meléndez, M.J. y Ramírez, V. (2013). Determinantes de la concentración de la propiedad en el mercado de valores chileno. *Revista CEPAL* 110, 183-197.
- Norwegian Corporate Governance Board (NCGB). (2014). The Norwegian Code of practice for Corporate Governance. Octava edición. Recuperado de http://www.ecgi.org/codes/documents/norway_code_30oct2014_en.pdf

- NUS Business School, National University of Singapore (2009). Governance and Transparency Index (GTI). Recuperado de <http://bschool.nus.edu/CGIO/OurProjects/GovernanceTransparencyIndex.aspx>
- OECD/International Finance Corporation (2011), Strengthening Latin American Corporate Governance: The Role of Institutional Investors, Corporate Governance, *OECD Publishing*. doi: 10.1787/9789264116054-en
- Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada/ OSFI. (2013). Guideline Corporate Governance. Recuperado de ecgi.org/codes/documents/osfi_cg_guidelines_jan2013_en.pdf
- Organización para Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) (1999). Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades. Recuperado de <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>
- Organización para Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) (2004 a) "White Paper" sobre Gobierno Corporativo en América Latina". Recuperado de <http://www.oecd.org/dataoecd/5/13/22368983.pdf>
- Organización para Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) (2004 b) Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE. Recuperado de <http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf>
- Organización Para Cooperación Y El Desarrollo Económico (OCDE) (2006). Methodology for assessing the implementation of the OECD Principles on Corporate Governance. Recuperado de <http://www.oecd.org/dataoecd/58/12/37776417.pdf>
- Organización para Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). (2006) Methodologie d'évaluation de la mise en oeuvre des principes de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise. Recuperado de <http://www.oecd.org/dataoecd/58/13/37776626.pdf>
- Organisation for Economic Co-operation and Development. (OECD). (2011a). Corporate Governance in Chile. Corporate Governance, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264095953-en>
- Organización Para Cooperación Y El Desarrollo Económico (OECD) (2011), Board Practices: Incentives and Governing Risks, Corporate Governance, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264113534-en>
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2013). Supervision and Enforcement in Corporate Governance, Corporate Governance, OECD Publishing. Recuperado de http://www.oecd-library.org/governance/supervision-and-enforcement-in-corporate-governance_9789264203334-en

- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2014 a). Public consultation on the 2014 Review of the OECD Principles of Corporate Governance Recuperado de <http://www.oecd.org/corporate/public-consultation-review-oecd-principles-of-corporate-governance.htm>
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2014 b). OECD Principles of Corporate Governance. Draft for public comment–november 2014. Recuperado de <http://www.oecd.org/daf/ca/OECD-Principles-CG-2014-Draft.pdf>
- Padgett, C. and Shabbir, A. (2005). The UK Code of Corporate Governance: Link Between Compliance and Firm Performance. ICMA Centre Finance, Discussion Paper No. DP2005-17. doi:10.2139/ssrn.934313
- Pardinas, F. (1970). Metodología y técnicas de investigación en ciencias sociales. Introducción elemental. Quinta edición (corregida y aumentada). México:Siglo veintiuno editores S.A.
- Paz-Ares, C. (2004). “El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor”, UAM, Working Paper núm: 182. Recuperado de http://www.indret.com/pdf/182_es.pdf
- Paz-Ares, C. (2012). El enforcement de los pactos parasociales. Artículos catedrático de la Universidad Autónoma de Madrid. Recuperado de <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/1052/documento/03Candido.pdf?id=2012>
- Pelayo-Maciel, J. (2011). Gobierno Corporativo: Desarrollo de recursos humanos y mejores rendimientos. *INCEPTUM Revista de Investigación en Ciencias de la Administración*, 6(11), 155-173. Recuperado de <http://inceptum.umich.mx/index.php/inceptum/article/view/220/200>
- Pérez de Toledo, E. (2007). Quality of Governance and firm performance: Evidence from Spain, Universitat Autònoma de Barcelona - Dept. Economia de l'Empresa. Recuperado de <http://idem.uab.es/treballs%20recerca/Eloisa%20Perez.pdf>
- Pérez de Toledo, E. (2010). The Relationship Between Corporate Governance and Firm Value: A Simultaneous Equations Approach for Analyzing the Case of Spain. *CAAA Annual Conference 2010*. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=1535073>
- Pérez de Toledo, E. and Bocatto, E. (2013). Quality of Governance and the Market Value of Cash: Evidence from Spain. *The International Journal of Business and Finance Research*, 7(2), 91-104. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=2149119>
- Petrică, s. (2012). Corporate Governance – Another type of management. *Journal of Engineering Studies and Research*, 18(2), 129-134.

- Pizarro, V., Mahenthiran, S., Cademartori, D. and Curci, R. (2007). The Influence of Insiders and Institutional Owners on the Value, Transparency, and Earnings Quality of Chilean Listed Firms (April 2007). Annual Meeting American Accounting Association. Chicago, Illinois: 1-36. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=982697>
- Price, R., Roman, F. and Rountree, B. (2011). The impact of governance reform on performance and transparency. *Journal of Financial Economics*, 99(1), 79–96.
- Pricewaterhouse Coopers (PwC). (2010). Lead Directors: A study of their growing influence and importance. Recuperado de http://www.pwc.com/en_US/us/forensic-services/assets/lead-director-survey.pdf
- Reficco, E. y Ogliastri, E. (2009). Empresa y sociedad en América Latina: una introducción, *Academia, Revista Latinoamericana de Administración*, 43,1-25.
- Renders, A., Gaeremynck, A. and Sercu, P. (2010). Corporate-Governance Ratings and Company Performance: A Cross-European Study. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 87–106.
- Rodríguez D, L., Gallego, I. and García S, I. (2010). Determinantes de la divulgación voluntaria de información estratégica en internet: un estudio de las empresas españolas cotizadas. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 19(1), 9-26.
- Saona, P. (2014). Internal Corporate Governance Mechanisms as Drivers of Firm Value: Panel data Evidence for Chilean Firms, *Review of Managerial Science*, 115. Recuperado en <http://link.springer.com/article/10.1007%2Fs11846-013-0115-3#page-2>
- Saona-Hoffmann, P. (2014). Internal corporate governance mechanisms as drivers of firm value: panel data evidence for Chilean firms. *Review of Managerial Science*, 8(4), 575-604.
- Sarbanes-Oxley Act of 2002, USA; 30 July 2002. Recuperado de <http://uscode.house.gov/download/pls/15C98.txt>
- Shabbir, A. (2008). To comply or not to comply: Evidence on changes and factors associated with the changes in compliance with the UK Code of corporate governance. *The Cranfield School of Management Research Paper no. 5/08*.
- Shabbir, A. and Padgett, C. (2008). The UK Code of Corporate Governance: Relationship between Compliance and Firm Performance, Cranfield Management Research paper Series RP2/08.

- Shleifer, A. and Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Shrives, P.J and Brennan, N.M. (2014) A typology for exploring the quality of explanations for non-compliance with UK corporate governance regulations, *The British Accounting Review* (2014), Recuperado de <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0890838914000584>
- Silva, B.; Azúa, D; Pizarro, V. and Díaz, P. (2008).The influence of institutional investors on the transparency of the Chilean capital market. *Academia. Revista Latinoamericana de Administración*, 40, 2008, 54-67.
- Silva-Palavecinos, B. (2011). Metodología de la OCDE para la evaluación de Principios de Gobiernos Corporativos., Santiago: Thomson Reuters Puntotex.
- Silveira, A., Leal, R., Carvalho Da Silva, A. and Barros, L. (2007). Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=995764>
- Smith, A. (1776). *The Wealth of Nations*. Edited by Edwin Cannan, 1904. Reprint edition 1937. New York: Modern Library.
- Spamann, H. (2009). The “Antidirector Rights Index” Revisited. *Review of Financial Studies*. Advance Access published September 14, 2009, doi: 10.1093/rfs/hhp067
- Standard & Poor’s (2002). Corporate Governance Scores. Criteria, Methodology and Definitions. 1-16.
- Standard & Poor’s (2004). Corporate Governance Scores and Evaluations. Criteria, Methodology and Definitions, 1-23.
- Standard & Poor’s (2007). Criteria and Definitions GAMMA: Governance, Management, Accountability Metrics and Analysis. Recuperado de <http://www.standardandpoors.com/about-sp/gamma/en/eu>
- Stephen, S-A. and de Jong, P. (2012). The Impact of the Sarbanes-Oxley Act (SOX) on the Cost of Equity Capital of S&P Firms. *Journal of Applied Business and Economics*, 13(2), 102 – 115.
- Superintendencia de Valores y Seguros. (1989). Texto refundido. NCG N° 30. Establece normas de inscripción de emisores y valores de oferta pública en el registro de valores; su difusión, colocación y obligaciones de información consiguientes. Deroга Normas de Carácter General que indica.

- Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). (1989, actualizada a marzo 2012). Norma de Carácter General. Establece normas de inscripción de emisores y valores de oferta pública en el Registro de Valores, su difusión, colocación y obligaciones de información consiguientes. 10 de octubre de 1989.
- Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). (2001). Norma de Carácter General 114. Establece exigencias mínimas de seguridad en el uso de sitios web para el comercio electrónico de valores de oferta pública.
- Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). (2008 a). Norma de Carácter General 211. Establece normas para la publicidad de políticas y procedimientos relativos al manejo y divulgación de información para el mercado. Emitida 15 de enero de 2008.
- Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). (2008 b). Norma de Carácter General 210. Reemplaza numeral 2.2 de la sección II de la Norma de Carácter General N° 30, de 1989. Emitida 15 de enero de 2008.
- Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). (2008 c). Oficio Circular 452. Complementa disposiciones referentes al envío del Manual de Manejo de Información de interés requerido en la NCG N° 211, 14 de mayo de 2008.
- Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). (2009 a). Norma de Carácter General N° 269. Imparte instrucciones sobre forma de envío y contenido de la información requerida por los artículos 12 y 20 de la Ley N° 18.045. Deroga circulares N°s 585 de 1986 y 1531 de 2001. Emitida 31 de diciembre de 2009.
- Superintendencia de Valores y Seguros (2009). NCG N° 270. Establece normas para la publicidad de políticas y procedimientos relativos a la adquisición o enajenación de valores de la entidad y al manejo y divulgación de información para el mercado. Deroga Norma de Carácter General N° 211 de 2008.
- Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). (2009 b). Norma de Carácter General N° 270. Establece normas para la publicidad de políticas y procedimientos relativos a la adquisición o enajenación de valores de la entidad y al manejo y divulgación de información para el mercado. Deroga a la Norma de Carácter General N° 211 de 2008. Emitida el 31 de diciembre de 2009.
- Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). (2010 a). Norma de Carácter General N° 283. Imparte norma sobre presentación de memoria anual para entidades inscritas en el Registro de Valores que presenten su información financiera bajo IFRS. Emitida el 5 de febrero de 2010.

- Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). (2010 b). Norma de Carácter General N° 273. Regula sistemas de votación en juntas de accionistas. Emitida el 13 de enero de 2010.
- Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). (2010 c). Norma de Carácter General N° 278. Establece obligación de contar con manual de manejo de información. Emitida el 19 de enero de 2010.
- Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). (2011). Norma de Carácter General N° 309. Principios de gobierno corporativo y sistemas de gestión de riesgo y control interno. Emitida 20 de junio de 2011.
- Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). (2012). Norma de Carácter General N° 341. Establece normas para la difusión de información respecto de los estándares de gobierno corporativo adoptados por las sociedades anónimas abiertas. Emitida 29 de noviembre de 2012.
- Superintendencia de Valores y Seguros (2012). SVS pone en consulta nueva norma que promueve prácticas de buen gobierno corporativo a sociedades anónimas abiertas. Comunicado de Prensa. Recuperado de http://www.svs.cl/sitio/admin/Archivos/com_20120704-01.PDF
- Superintendencia de Valores y Seguros (2013). Sala de Prensa, 3 diciembre 2013 SVS emite norma que eleva los estándares de funcionamiento de las Empresas de Auditoría Externa. Recuperado de <http://www.svs.cl/portal/prensa/604/w3-article-14414.html>
- The Council of Experts Concerning the Japanese Version of the Stewardship Code. (2014) Principles for Responsible Institutional Investors (Japan's Stewardship Code). Recuperado de http://www.ecgi.org/codes/documents/stewardship_code_japan_26feb2014_en.pdf
- Tokyo Stock Exchange, Inc. (2009). Principles of Corporate Governance for Listed Companies. Recuperado de http://www.ecgi.org/codes/documents/principles_japan_dec2009_en.pdf
- Tricker, B. (2009). Corporate Governance Principles, Policies, and Practices. New York: Oxford University Press online resource centre.
- Van Slyke, M. (2006). Agents or Stewards: Using Theory to Understand the Government-Nonprofit Social Service Contracting Relationship. *Journal of Public Administration Research and Theory*, 17(2), 157-187.

- Vander Bauwhede, H. (2009). On the relation between corporate governance compliance and operating Performance. *Accounting and Business Research* 39(5), 497-513.
- Velasco, A. y Larraín, M. (2007). Gobiernos Corporativos: las nuevas reglas del juego. Charla Sectorial organizada por Economía y Negocios de El Mercurio y Generación Empresarial, debatieron el Ministro de Hacienda, Andrés Velasco y Mauricio Larraín, Presidente del banco Santander.
- Weil, Gotshal and Manges LLP. (2002). Comparative Matrix Of Corporate Governance Codes Relevant To The European Union And Its Member States ANNEX V, 1-379.
- Weil, Gotshal and Manges LLP. (2012). Comparison of Corporate Governance Principles & Guidelines: United States.
- Weir, C.; Laing, D. and McKnight, P. (2002). Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29 (5-6), 579–611.
- Wigodski, S., Zúñiga, G. (2003). Gobiernos Corporativos en Chile después de la Ley OPAs. *Revista de Ingeniería de Sistemas, Departamento de Ingeniería Industrial, Universidad de Chile*, 17(1), julio 2003.
- World Bank Group (2010). Doing Business 2010 Disponible en <http://www.doingbusiness.org/ExploreEconomies/?economyid=41>
- World Bank Group (2014) Doing Business. Midiendo regulaciones para hacer negocios. Resumen de datos para Chile. <http://espanol.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/chile/>.
<http://espanol.doingbusiness.org/rankings>
<http://espanol.doingbusiness.org/methodology/protecting-minority-investors>
- Zegers R-T, M. y Consiglio N, J. (2013). Gobierno Corporativo en Latinoamérica: Un Análisis Comparativo entre Brasil, Chile, Colombia y México. Recuperado de <http://centrogobiernocorporativo.ie.edu/wp-content/uploads/sites/87/2013/11/GobiernoCorporativoEnLatiniamericaUnAnalisisComparativoEntreBrasilChileColombiaMexico.pdf>
- Zingales, L. (1998). Corporate Governance. The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law. doi.org/10.2139/ssrn.46906
- Zingales, L. (2008). "Corporate governance", "The New Palgrave Dictionary of Economics", Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume, Palgrave Macmillan, 2008, The New Palgrave Dictionary of Economics Online, Palgrave Macmillan. 21 December 2014, DOI:10.1057/9780230226203.0323

ANEXOS

Anexo 1 Cuestionario aplicado para medir cumplimiento de los Principios OCDE

Cuestionario aplicado para medir cumplimiento de los Principios, sub principios y criterios esenciales OCDE

Principio OCDE	CRITERIOS ESENCIALES QUE DEBEN CUMPLIRSE EN LAS SOCIEDADES	
II	PROTECCIÓN Y EJERCICIO DE LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS y FUNCIONES CLAVES EN EL ÁMBITO DE LA PROPIEDAD	
II A 1- II A.2	Registro de la propiedad y transferencia o traspaso de acciones	
II A 1.1	1	La compañía mantiene, por sí mismas o a través de un agente, un registro exacto de accionistas
II A 1.1	3	Cualquier accionista o delegado que actúa en el nombre del accionista puede examinar la lista de accionistas para verificar sus participaciones.
II A 2.1	4	La compañía cotizada en general permite la transferencia o traspaso de acciones.
II A 3	Derecho a obtener información relevante y significativa sobre la sociedad de manera oportuna y periódica	
II A 3.1	5	La sociedad coloca a disposición de los accionistas, para que obtengan fácilmente, información sobre estatutos de la compañía
II A 3.1	6	La sociedad coloca a disposición de los accionistas, para que obtengan fácilmente, información sobre normas y leyes
II A 3.1	7	La sociedad coloca a disposición de los accionistas, para que obtengan fácilmente, información sobre estados financieros
II A 3.1	8	La sociedad coloca a disposición de los accionistas, para que obtengan fácilmente, información de las actas de la junta de accionistas
II A 3.1	9	La sociedad coloca a disposición de los accionistas, para que obtengan fácilmente, información sobre la estructura de capital de la compañía.

Continuación Anexo 1 Cuestionario aplicado para medir cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales OCDE

II A 4 Participación y voto en las juntas generales de accionistas

II A 4.1 10 La sociedad permite a los accionistas ejercer el derecho de participar en una junta general de accionistas

II A 4.1 11 La sociedad permite a los accionistas ejercer el derecho de votar en una junta general del accionista

II A 5 El derecho a elegir y revocar a los miembros del Consejo

II A 5.1 12 La sociedad permite que los accionistas ejerzan el derecho de elegir y de revocar a miembros del Consejo

II A 6 El derecho a participar en el reparto de los beneficios de la sociedad

II A 6.1 13 Accionistas en la misma clase son tratados equitativamente y de acuerdo con los derechos de las clases de acciones respectivas con respecto a la distribución de utilidades.

II B 1 Modificación de los estatutos de la sociedad o cualquier otro documento similares que rigen a la sociedad

II B 1.1 14 Se requiere la aprobación de los accionistas para cambiar los documentos básicos que rigen la sociedad

II B 1.1 15 La sociedad proporciona la información significativa a los accionistas para permitir las decisiones de modificaciones de estatutos

II B 1.1 16 La sociedad proporciona la información significativa con suficiente antelación a las reuniones para permitir las decisiones de modificaciones de estatutos

II B 2 Autorización de la emisión de nuevas acciones

II B 2.1 17 Se requiere la aprobación de los accionistas para realizar cambios al capital autorizado de la compañía

II B 2.1 18 La sociedad proporciona la información significativa a los accionistas para permitir las decisiones en la emisión de nuevas acciones

Continuación Anexo 1 Cuestionario aplicado para medir cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales OCDE

II B 2.1 19 La sociedad proporciona la información significativa con suficiente antelación a las reuniones para permitir las decisiones en la emisión de nuevas acciones

II B 3 Transacciones extraordinarias, incluida la transferencia de la totalidad o de una parte sustancial de los activos que, en la práctica, dan lugar a la venta de la sociedad

II B 3.1 20 Se requiere la aprobación de los accionistas para realizar transacciones extraordinarias, ventas de todo o parte sustancial del activo

II B 3.1 21 La sociedad proporciona la información significativa a los accionistas para permitir las decisiones sobre transacciones extraordinarias

II B 3.1 22 La sociedad proporciona la información significativa con suficiente antelación a las reuniones para permitir las decisiones sobre transacciones extraordinaria

II C 1 Participación en forma efectiva y de votar en las juntas generales de accionistas

II C 1.1 23 La sociedad proporciona suficiente aviso anticipado de las juntas de accionistas (materias a tratar)

II C 1.1 24 La sociedad proporciona suficiente aviso anticipado de las juntas de accionistas (fecha, lugar)

II C 1.1 25 La sociedad proporciona la información necesaria que abarque las materias sobre decisiones que deben tomarse en la junta

II C 2.1 26 La compañía facilita realizar preguntas de los accionistas al Consejo

II C 2.1 27 La compañía permite a los accionistas la inclusión de temas de debate en la agenda de la junta general

II C 2.1 28 La compañía permite a los accionistas presentar propuestas y resoluciones para su revisión en la junta de accionistas

II C 2.2 29 La sociedad aplica límites de participación que establece el derecho de los accionistas individuales o de grupos de accionistas a plantear preguntas

II C 2.2 30 La sociedad aplica límites de participación que establece el derecho de los accionistas individuales o de grupos de accionistas a incluir puntos en la tabla

Continuación Anexo 1 Cuestionario aplicado para medir cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales OCDE

II C 2.2	31	La sociedad aplica límites de participación que establece el derecho de los accionistas individuales o de grupos de accionistas a presentar propuestas y resoluciones en la Junta
II C 3.1	32	Los accionistas participan en la nominación de miembros del Consejo
II C 3.1	33	Los accionistas participan en la elección de los miembros del Consejo
II C 3.2	34	Los accionistas tienen la oportunidad de opinar en relación a la política de remuneración de los miembros del Consejo, en la reunión o por medios equivalentes
II C 3.2	35	Los accionistas tienen la oportunidad de opinar en relación a la política de remuneración de los directivos (principales ejecutivos)
II C 3.2	36	Los sistemas de compensación para miembros del Consejo se somete a la aprobación de los accionistas
II C 3.2	37	Los sistemas de compensación para empleados se somete a la aprobación de los accionistas
II C 3.2	38	Los sistemas de remuneración basados en patrimonio deben ser aprobados directamente por los accionistas (poder no delegado al Consejo)
II C 4.1	39	Los accionistas pueden ejercer su derecho de voto en ausencia, sea por voto postal, o por poder
II D		Revelación de convenios y agrupaciones de capital que permiten a determinados accionistas adquirir un desproporcionado grado de control de sus derechos de flujo de efectivo
II D 1	40	La sociedad informa la existencia de acciones preferentes
II D 1	42	La sociedad informa la estructura de capital de la misma, que permita saber si es piramidal
II D 1	43	La sociedad informa si existen los topes de votación
II D 2	45	La sociedad revela la estructura de los grupos de la compañía
II D 2	46	La sociedad revela la naturaleza de las relaciones significativas dentro del grupo
II D 3	47	La sociedad comunica a los accionistas la existencia de acuerdos entre otros accionistas
II D 3	48	La sociedad comunica a los otros accionistas quienes son los accionistas interesados que abarcan el acuerdo
II D 3	49	La sociedad comunica a los accionistas el derecho preferencial de suscripción de acciones
II D 3	50	La sociedad comunica a los accionistas las materias del acuerdo entre otros accionistas
II D 4	51	La sociedad revela la estructura de capital de manera clara, y en un formato accesible para las personas interesadas
II D 4	52	La sociedad actualiza la información oportunamente si existen cambios a la estructura de capital

Continuación Anexo 1 Cuestionario aplicado para medir cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales OCDE

II E		Toma de control societario
II E 1.1	53	La sociedad divulga oportunamente a los accionistas la adquisición sustancial de acciones
II E 1.3	54	La sociedad oferente de la toma de control (OPAs) informa a sus accionistas de los planes de la transacción
II E 1.3	55	La sociedad oferente de la toma de control (OPAs) informa a sus accionistas del financiamiento de la transacción
II E 1.3	56	La sociedad oferente de la toma de control informa además a los accionistas de la sociedad afectada
II E 1.3	57	La sociedad proporciona la información en cantidad suficiente para que los accionistas tomen una decisión informada
II E 1.3	58	La sociedad proporciona la información con tiempo suficiente para que los accionistas tomen una decisión informada
II F		Facilitar el ejercicio de los derechos de propiedad por parte de todos los accionistas, incluidos los inversionistas institucionales
II F 1	59	Si la sociedad es inversionista institucional (por ejemplo AFP), revela las políticas de gobierno corporativo relativo a las inversiones
II F 1.3	60	Si la sociedad es inversionista institucional, revela las políticas de votación y procedimientos para ejercer el derecho de voto que representa
II F 2.1	61	Si la sociedad es inversionista institucional, revela la política para abordar los conflictos de intereses que puedan afectar las decisiones de votación
III		TRATO EQUITATIVO DE LOS ACCIONISTAS
III A		Trato equitativo para todos los accionistas poseedores de acciones de una misma serie dentro de una categoría
III A 1.1	62	La sociedad convoca a junta de accionistas para la aprobación de propuestas para modificar los derechos de voto de las distintas series y clases de acciones
III A 1.2	63	La sociedad revela oportunamente a los posibles inversionistas, información suficiente y relevante sobre las series y clases de acciones de la compañía
III A 1.2	64	La sociedad mantiene disponible regularmente información resumida del capital accionario de la compañía

Continuación Anexo 1 Cuestionario aplicado para medir cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales OCDE

- | | | |
|-----------|----|--|
| III A 4.2 | 65 | La sociedad proporciona oportunamente el aviso de reuniones a los inversionistas extranjeros que les proporcione iguales oportunidades para ejercer el derecho al voto |
| III A.4.3 | 66 | La sociedad hace uso de procesos confiables y eficaces y de tecnologías que faciliten el voto de los inversionistas extranjeros |
| III A 5.1 | 67 | La sociedad facilita el voto minimizando los costos involucrados para los accionistas |
| III A 5.1 | 68 | La sociedad utiliza métodos de votación en las reuniones de accionistas que garanticen el trato equitativo de todos ellos |
| III A 5.1 | 69 | La sociedad coloca los resultados de la votación a disposición de los accionistas en forma oportuna |

III B Prohibición del uso de información privilegiada y las operaciones abusivas de autocartera

- | | | |
|---------|----|---|
| III B 1 | 70 | La sociedad prohíbe las operaciones con información privilegiada |
| III B 3 | 71 | En la sociedad se prohíbe los abusos de negociación realizadas por personas con acceso a información privilegiada |
| III B 3 | 72 | En la sociedad se prohíbe los autocontratos realizados por personas con acceso a información privilegiada |

III C Comunicación de directores y de ejecutivos principales de cualquier interés material en transacciones o asuntos que afecten a la sociedad

- | | | |
|---------|----|---|
| III C 1 | 73 | La sociedad obliga a que los ejecutivos informen al Consejo en forma oportuna que ellos tienen, un interés significativo en un contrato u otro asunto que afectan a la compañía |
| III C 1 | 74 | La sociedad obliga a que los directores informen al Consejo en forma oportuna que ellos tienen, un interés significativo en un contrato u otro asunto que afectan a la compañía |

IV ROL DE LAS DIFERENTES PARTES INTERESADAS EN EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

IV C Desarrollar mecanismos que favorezcan la participación de los empleados

- | | | |
|--------|----|---|
| IV C 1 | 75 | La sociedad permite que los trabajadores participen en el gobierno de la compañía |
|--------|----|---|

Continuación Anexo 1 Cuestionario aplicado para medir cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales OCDE

IV C 1	76	Los trabajadores tienen participación financiera (entiéndase de las utilidades)
IV D		Acceso oportuno y periódico a información relevante y confiable a los stakeholders que participen en el proceso de gobierno corporativo
IV D.1	77	La sociedad proporciona información adecuada y confiable a los stakeholders
IV E		Los trabajadores individualmente y los organismos que los representen, pueden expresarse libremente al Consejo en relación con posibles prácticas ilegales o poco éticas en la compañía
IV E 1	78	La sociedad tiene un mecanismo que asegura que los trabajadores expresen al Consejo su preocupación por posibles prácticas ilegales o poco éticas
V		TRANSPARENCIA Y DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN
V A		Información mínima que debe ser divulgada
V A 1		La situación financiera y los resultados de la compañía, al menos anualmente
V A 1.1	79	La sociedad proporciona a los accionistas los estados financieros auditados (consolidados cuando corresponda)
V A 1.2	80	La sociedad proporciona a los accionistas un informe de la situación financiera y de los resultados de la compañía aprobado por el Consejo
V A 1.2	81	La sociedad proporciona evaluación de la gerencia de los factores que afectaron la situación financiera y los resultados de la compañía
V A 1.2	82	La sociedad informa las directrices y tendencias, razonablemente probables, que puedan afectar de manera relevante a la situación financiera y a los resultados de la misma en el futuro.
V A 2		Los objetivos de la sociedad
V A 2.1	83	La sociedad proporciona información relevante sobre sus objetivos comerciales (de negocios)

Continuación Anexo 1 Cuestionario aplicado para medir cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales OCDE

V A 2.1 84 La sociedad proporciona información relevante sobre sus objetivos no comerciales (por ejemplo vinculado a la responsabilidad social, al medio ambiente)

V A 3 La titularidad de los grandes grupos de acciones y de derechos de voto, al menos anualmente

V A 3.1 85 La sociedad informa quienes son los propietarios directos

V A 3.1 86 La sociedad informa quienes poseen individual o colectivamente una participación significativa

V A 3.1 87 La sociedad informa la titularidad, tan pronto se haya cruzado el límite de participación que da lugar a la revelación

V A 3.3 88 La sociedad informa públicamente, de manera oportuna y suficiente, sobre la estructura del grupo de empresas

V A 3.3 90 La sociedad informa públicamente, de manera oportuna y suficiente, las relaciones entre las sociedades pertenecientes al grupo para permitir a los accionistas conocer los mecanismos de control de la sociedad

V A 4 Sobre los miembros del Consejo y de los ejecutivos principales, política remuneraciones, competencias, selección, independencia, participación en Consejos de otras compañías

V A 4.1 91 La sociedad informa a los accionistas de las competencias de cada uno de los miembros del Consejo

V A 4.1 92 La sociedad informa a los accionistas de la pertenencia de los miembros del Consejo a los Consejos de otras compañías

V A 4.1 93 La sociedad informa del proceso de selección de los miembros del Consejo

V A 4.1 94 La sociedad informa sobre los miembros del Consejo considerados independientes

V A 4.1 95 La sociedad informa los criterios utilizados por la compañía para considerar a los miembros del Consejo como independientes

V A 4.2 96 La sociedad informa las participaciones de cada ejecutivo principal, teniendo en cuenta las acciones de la sociedad poseídas por familiares cercanos cuando hay intereses

V A 4.2 97 La sociedad informa las participaciones de cada director, teniendo en cuenta las acciones de la sociedad poseídas por familiares cercanos cuando hay intereses

Continuación Anexo 1 Cuestionario aplicado para medir cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales OCDE

- V A 4.3 98 La sociedad informa sobre las remuneraciones de los miembros del Consejo
- V A 4.3 99 La sociedad informa sobre las remuneraciones de los altos ejecutivos
- V A 4.3 100 La sociedad informa la relación de las remuneraciones del Consejo y los resultados de la empresa
- V A 4.3 101 La sociedad informa de las remuneraciones de los principales ejecutivos y su relación con los resultados de la empresa
- V A 4.3 102 La sociedad informa la política en relación con las diversas formas de remuneraciones, tales como las indemnizaciones por retiro, beneficios de pensión y remuneración diferida

V A 5 Operaciones entre partes relacionadas

- V A 5.1 103 La sociedad informa con suficiente antelación las operaciones entre partes relacionadas cuando se requiere aprobación de la junta de accionistas
- V A 5.1 105 La sociedad informa a los accionistas de las transacciones menos importantes entre partes relacionadas, al menos una vez al año, en los informes anuales

V A 6 Factores de riesgo previsible

- V A 6.1 106 La sociedad informa sobre los factores de riesgos significativos y razonablemente previsible
- V A 6.1 107 La sociedad informa sobre los procedimientos que han sido establecidos para gestionar tales riesgos

V A 7 Asuntos relativos a empleados y otros stakeholders

- V A 7.1 108 La sociedad informa públicamente los principales problemas que afectan a los empleados que podrían alterar significativamente los resultados
- V A 7.1 109 La sociedad informa públicamente los principales problemas con otros stakeholders que podrían alterar significativamente los resultados

Continuación Anexo 1 Cuestionario aplicado para medir cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales OCDE

V A 8 Estructuras y políticas de gobierno corporativo (implementación, contenido del código de gobierno corporativo)

- V A 8.1 110 La sociedad publica al menos una vez al año un informe sobre gobierno corporativo
- V A 8.1 111 La sociedad describe en el informe de gobierno corporativo la composición del Consejo
- V A 8.1 112 La sociedad describe en el informe de gobierno corporativo el funcionamiento del Consejo
- V A 8.1 114 La sociedad utiliza un código de gobierno corporativo que la empresa ha adoptado o formulado
- V A 8.1 115 La sociedad describe en el informe de gobierno corporativo como lleva a cabo las prácticas incorporadas en el código que utiliza

V B Información elaborada y proporcionada en base a normas de alta calidad en materia de contabilidad y revelación de información financiera y no financiera

- V.B.2 116 La sociedad prepara la información no financiera en base a normas de revelación emitidas por una organización que actúa en interés público

V C Auditoría anual realizada por un auditor externo independiente, competente y calificado

- V C.1 117 Los estados financieros de la sociedad son auditados anualmente por un auditor externo
- V C.1 118 Los estados financieros son auditados conforme a normas de auditoría coherentes con, o reflejando fielmente, normas de alta calidad internacionalmente aceptadas
- V C.1 119 El auditor externo es independiente de los ejecutivos, de los directores y de los accionistas controladores
- V C.1 120 La selección del auditor externo es supervisada por la junta de accionistas o por un comité de auditoría, independiente de la dirección
- V C.2 121 Los auditores externos cumplen criterios de calificaciones específicas y de competencia para estar autorizados para realizar auditorías en sociedades cotizadas

Continuación Anexo 1 Cuestionario aplicado para medir cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales OCDE

V C.5	122	El Consejo, comité de auditoría u organismo independiente informa a los accionistas los criterios sobre los cuales ha concluido acerca de la independencia y calificación del auditor
V C.5	123	El Consejo, comité de auditoría u organismo independiente informa a los accionistas los criterios sobre los cuales ha concluido que el auditor externo ha actuado con debido cuidado profesional
V C.5	124	El Consejo, comité de auditoría u organismo independiente informa a los accionistas sobre cualquier trabajo de no auditoría realizado por el auditor externo
V E		Canales usados para divulgar información (acceso igualitario, oportuno y asequible por parte de los usuarios)
V E.1	125	La sociedad cumple la legislación relativa a evitar la divulgación de información privilegiada o de información relevante para las sociedades de parte de directores y otros insiders
V E.2	126	La sociedad hace divulgación continua, oportuna, sin selectividad de todas las informaciones significativas que permitan a los inversionistas tomar decisiones de inversión
VI		RESPONSABILIDADES DEL CONSEJO
VI C		Aplicar altos niveles de ética
VI C 1	127	La sociedad tiene un código de ética elaborado bajo la supervisión del Consejo
VI C 1	128	El código de ética cubre principalmente el respeto de la ley y de las normas profesionales
VI C 1	129	El código de ética establece los límites específicos de la búsqueda de intereses privados de los empleados
VI D		Funciones claves del Consejo
VI D 1	131	El Consejo examina y orienta la estrategia de la empresa
VI D 1	132	El Consejo examina los principales planes de acción
VI D 1	133	El Consejo examina la política de riesgos
VI D 1	134	El Consejo examina los presupuestos anuales

Continuación Anexo 1 Cuestionario aplicado para medir cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales OCDE

VI D 1	135	El Consejo define los objetivos de resultados
VI D 1	136	El Consejo define control del plan previsto y de los resultados de la compañía
VI D 1	137	El Consejo define la supervisión de los desembolsos de capital
VI D 1	138	El Consejo define las adquisiciones
VI D 1	139	El Consejo define las desinversiones de mayor cuantía
VI D 2	140	El Consejo controla la eficacia de las prácticas de gobierno corporativo
VI D 2	141	El Consejo realiza cambios de la prácticas de gobierno corporativo si son necesarias
VI D 2.1	143	El Consejo supervisa que las prácticas de gobierno corporativo se ajusten al código impuesto por la compañía
VI D 2.1	144	El Consejo explica las razones cuando la compañía no ha implementado prácticas específicas de gobierno corporativo incorporadas en el código
VI D 2.2	145	El Consejo evalúa, al menos una vez al año, el desempeño del grupo, sus comités activos y a cada miembro
VI D 2.2	146	El Consejo, evalúa al menos una vez al año, el desempeño de los ejecutivos
VI D 2.2	147	El Consejo identifica las áreas que requieren mejoras
VI D 2.2	148	El Consejo desarrolla un plan de mejoras
VI D 2.2	149	Las evaluaciones del Consejo son consideradas en la determinación de políticas de compensaciones
VI D 3.1	150	El Consejo es responsable de seleccionar, de remunerar, de supervisar y, cuando es necesario, de sustituir los ejecutivos claves y de supervisar la planificación de sucesión
VI D 4.1	151	El Consejo prepara la política de remuneración que cubre a sus miembros
VI D 4.1	152	El Consejo revela públicamente la política de remuneración que cubre a sus miembros
VI D 4.1	153	El Consejo explica cómo se alinea la remuneración de sus miembros con el interés de largo plazo de la compañía y sus accionistas
VI D 4.1	154	El Consejo prepara la política de remuneración de los ejecutivos claves
VI D 4.1	155	El Consejo revela públicamente la política de remuneración de los ejecutivos claves
VI D 4.1	156	El Consejo explica cómo se alinea la remuneración de los ejecutivos con el interés de largo plazo de la compañía y sus accionistas
VI D 4.1	157	La elaboración de la política de remuneraciones, su aplicación y el establecimiento de la remuneración real son revisados por miembros no ejecutivos
VI D 5.1	158	Los accionistas participan en la elección de los miembros del Consejo
VI D 5.1	159	Los accionistas son informados del procedimiento de nombramiento del Consejo, incluyendo rol y composición de cualquier comité que constituyan

Continuación Anexo 1 Cuestionario aplicado para medir cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales OCDE

- | | | |
|----------|-----|---|
| VI D 6.1 | 160 | El Consejo supervisa un sistema de controles internos diseñados para facilitar la supervisión y la gestión de potenciales conflictos de interés |
| VI D 6.1 | 161 | El Consejo supervisa un sistema de controles internos diseñados para facilitar la supervisión del uso de activos de la sociedad |
| VI D 6.1 | 162 | El Consejo supervisa un sistema de controles internos diseñados para facilitar la supervisión de la realización de transacciones entre partes relacionadas |
| VI D 7.1 | 163 | El Consejo supervisa la administración de controles internos para garantizar la integridad de los sistemas de información contables y financieros de la sociedad |
| VI D 7.1 | 164 | El Consejo supervisa de que la empresa está dotada con adecuados mecanismos de control, principalmente para la gestión de riesgos y el control financiero y operacional |
| VI D 7.2 | 165 | El Consejo actúa para obtener la seguridad razonable que la auditoria de los estados financieros ha sido efectuada de una manera independiente y competente |
| VI D 7.3 | 166 | El Consejo desarrolla planes de acción y procedimientos internos para promover el cumplimiento de leyes, reglamentos y normas que sean aplicables a sus miembros |
| VI D 7.3 | 167 | El Consejo desarrolla planes de acción y procedimientos internos para promover el cumplimiento del Código de Ética de la sociedad |
| VI D 8.1 | 168 | El Consejo supervisa la revelación de información relevante sobre la compañía |
| VI D 8.1 | 169 | El Consejo asume la responsabilidad de la estrategia de comunicaciones de la compañía con los accionistas |

VI E Juicios objetivos e independientes del Consejo sobre cuestiones relativas a la sociedad

- | | | |
|----------|-----|--|
| VI E 1.1 | 170 | El Consejo tiene una proporción de directores independientes |
| VI E 1.1 | 171 | La sociedad identifica y comunica cuales son los miembros independientes |
| VI E 1.1 | 172 | La sociedad comunica los criterios de apreciación sobre los miembros del Consejo que juzga independientes |
| VI E 1.2 | 173 | Miembros del Consejo que no son ejecutivos de la sociedad, capaces de ejercer juicio independiente supervisan la integridad del informe financiero y no financiero |

Continuación Anexo 1 Cuestionario aplicado para medir cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales OCDE

VI E 1.2	174	Miembros del Consejo que no son ejecutivos de la sociedad, capaces de ejercer juicio independiente supervisan la auditoría externa
VI E 1.2	175	Miembros del Consejo que no son ejecutivos de la sociedad, capaces de ejercer juicio independiente revisan y administran transacciones entre partes relacionadas
VI E 1.2	176	Miembros del Consejo que no son ejecutivos de la sociedad, capaces de ejercer juicio independiente revisan y administran autocontratos
VI E 1.2	178	Miembros del Consejo que no son ejecutivos de la sociedad, capaces de ejercer juicio independiente nombran a los ejecutivos claves
VI E 1.2	180	Miembros del Consejo que no son ejecutivos de la sociedad, capaces de ejercer juicio independiente establecen la remuneración de los ejecutivos
VI E 1.2	181	Los accionistas pueden pedir cuenta al Consejo si estos no han cumplido adecuadamente sus responsabilidades
VI E 2.1	182	El mandato de los miembros del Consejo, cuando se crean comités, se divulga en el informe de la compañía sobre sus prácticas de gobierno corporativo
VI E 2.1	183	La composición de los principales comités permanentes y ad hoc del Consejo se divulga en el informe de la compañía sobre sus prácticas de gobierno corporativo
VI E 2.1	184	El procedimiento de trabajo de los comités permanentes y ad hoc del Consejo se divulga en el informe de la compañía sobre sus prácticas de gobierno corporativo
VI E 3.1	185	La sociedad revela completa información sobre la actividad de cada miembro del Consejo
VI E 3.1	186	La sociedad revela completa información sobre la duración del ejercicio del cargo de cada miembro del Consejo
VI E 3.1	187	La sociedad revela completa información sobre la ocupación de cada miembro del Consejo en varios Comités
VI E 3.1	188	La sociedad revela información general sobre el trabajo principal de cada director si éste lo tuviere
VI E 3.1	189	La sociedad revela información sobre otros cargos de cada director mantenidas al mismo tiempo
VI E 3.1	190	La sociedad revela información del registro de asistencia a las reuniones de Consejo

Continuación Anexo 1 Cuestionario aplicado para medir cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales OCDE

VI E 3.1	191	La sociedad revela información del registro de asistencia a las reuniones de comités
VI E 3.1	192	La sociedad revela información de cualquier otro trabajo emprendido a nombre del Consejo
VI E 3.1	193	La sociedad revela información de la remuneración asociada a ese otro trabajo emprendido a nombre del Consejo
VI E 3.2	194	Los miembros del Consejo al tomar posesión del cargo tienen un programa de capacitación que les permita cumplir sus deberes individuales
VI E 3.2	195	Los miembros del Consejo durante el desempeño de su cargo tienen un programa de capacitación que les permita cumplir sus deberes individuales
VI F.1	196	Los miembros del Consejo disponen de la información que ellos consideran relevante para cumplir sus responsabilidades
VI F.1	197	En la divulgación a los miembros del Consejo, el código de ética de la sociedad prohíbe la demora o la retención de información relevante
VI F.2	198	En actividades inusuales en los negocios, asesores calificados les proveen asesoría oportuna a los miembros del Consejo (sin costo para ellos)
VI F.2	199	A los miembros del Consejo que se les pide participar en comités independientes pueden mantener asesores independientes cuando ellos ven una necesidad
VI F.2	200	La asesoría realizada por asesores independientes a los miembros del Consejo es pagada por la sociedad

Porcentaje de cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales, 55 empresas, período 2001-2008

Anexo 2. Porcentaje de cumplimiento de los Principios OCDE

Pp. OCDE	CRITERIOS ESENCIALES QUE DEBEN CUMPLIRSE EN LAS SOCIEDADES	AÑOS							
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
II	PROTECCIÓN Y EJERCICIO DE LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS								
	Derechos de los accionistas y funciones claves en el ámbito de la propiedad								
II A 1- II A 2	Registro de la propiedad y transferencia de acciones								
II A 1.1	1 La compañía o un agente mantiene un registro exacto de accionistas	0,0 100,0	0,0 100,0	100,0 0,0	100,0 0,0	100,0 0,0	100,0 0,0	100,0 0,0	Cumple Sin Inform.
II A 1.1	3 El accionista o su delegado, puede examinar la lista de accionistas para verificar su participación	0,0 100,0	0,0 100,0	100,0 0,0	100,0 0,0	100,0 0,0	100,0 0,0	100,0 0,0	Cumple Sin Inform.
II A 2.1	4 La compañía permite la transferencia de acciones	94,5 5,5	94,5 5,5	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	100,0 0,0	Cumple Sin Inform.
II A 3	Derecho a obtener información relevante y significativa sobre la sociedad de manera oportuna y periódica								
II A 3.1	5 La sociedad proporciona a los accionistas información sobre los estatutos de la compañía	21,8 0,0 78,2	21,8 0,0 78,2	21,8 0,0 78,2	21,8 0,0 78,2	21,8 0,0 78,2	21,8 0,0 78,2	30,9 50,9 18,2	Cumple No cumple Sin Inform.
II A 3.1	6 La sociedad proporciona a los accionistas, información sobre normas y leyes	23,6 0,0 76,4	23,6 0,0 76,4	25,5 0,0 74,5	27,3 0,0 72,7	27,3 0,0 72,7	27,3 0,0 72,7	50,9 41,8 7,3	Cumple No cumple Sin Inform.
II A 3.1	7 La sociedad proporciona a los accionistas, información sobre estados financieros	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	Cumple
II A 3.1	8 La sociedad facilita la entrega de información de las actas de la junta de accionistas	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	Cumple
II A 3.1	9 La sociedad proporciona a los accionistas, información sobre su estructura de capital	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	100,0 0,0	Cumple Sin Inform.
II A 4	Participación y voto en las juntas generales de accionistas								
II A 4.1	10 La sociedad permite a los accionistas participar en la junta general de accionistas	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	Cumple
II A 4.1	11 La sociedad permite a los accionistas ejercer el derecho a voto en la junta de accionistas	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	Cumple

Continuación Anexo 2. Porcentaje de cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales, 55 empresas, período 2001-2008

		AÑOS									
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008		
II A 5	El derecho a elegir y revocar a los miembros del Consejo										
II A 5.1	12	La sociedad permite que los accionistas elijan y revoquen a miembros del Directorio	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	Cumple
II A 6	El derecho a participar en el reparto de los beneficios de la sociedad										
II A 6.1	13	Accionistas de la misma serie y derechos, son tratados equitativamente en la distribución de utilidades	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	Cumple
II B 1	Modificación de los estatutos de la sociedad o cualquier otro documento similares que rigen a la sociedad.										
II B 1.1	14	Se requiere la aprobación de los accionistas para cambiar estatutos que rigen a la sociedad	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	Cumple
II B 1.1	15	La sociedad proporciona información significativa para decidir la modificación de estatutos	76,4 23,6	76,4 23,6	76,4 23,6	76,4 23,6	76,4 23,6	78,2 21,8	78,2 21,8	83,6 16,4	Cumple Sin Inform.
II B 1.1	16	Proporciona información con suficiente antelación a las reuniones para modificación de estatutos	45,5 54,5	45,5 54,5	45,5 54,5	45,5 54,5	45,5 54,5	47,3 52,7	47,3 52,7	47,3 52,7	Cumple Sin Inform.
II B 2	Autorización de la emisión de nuevas acciones										
II B 2.1	17	Se requiere la aprobación de los accionistas para realizar cambios al capital autorizado de la compañía	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	Cumple
II B 2.1	18	Proporciona información significativa a los accionistas para decidir la emisión de nuevas acciones	94,5 5,5	94,5 5,5	96,4 3,6	96,4 3,6	96,4 3,6	96,4 3,6	96,4 3,6	96,4 3,6	Cumple Sin Inform.
II B 2.1	19	Proporciona información significativa, con suficiente antelación a las juntas, para decidir sobre la emisión de nuevas acciones	43,6 56,4	43,6 56,4	43,6 56,4	43,6 56,4	43,6 56,4	45,5 54,5	45,5 54,5	45,5 54,5	Cumple Sin Inform.
II B 3	Transacciones extraordinarias, incluida la transferencia de la totalidad o de una parte sustancial de los activos que, en la práctica, dan lugar a la venta de la sociedad										
II B 3.1	20	Los accionistas deben aprobar la realización de transacciones extraordinarias, ventas de todo o parte sustancial del activo	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	Cumple
II B 3.1	21	Proporciona a los accionistas, información significativa para permitir transacciones extraordinarias	76,4 23,6	76,4 23,6	76,4 23,6	76,4 23,6	76,4 23,6	76,4 23,6	76,4 23,6	78,2 21,8	Cumple Sin Inform.
II B 3.1	22	Proporciona información significativa, con suficiente antelación a las reuniones, para permitir decisiones sobre transacciones extraordinarias	47,3 52,7	47,3 52,7	47,3 52,7	47,3 52,7	47,3 52,7	47,3 52,7	47,3 52,7	47,3 52,7	Cumple Sin Inform.

Continuación Anexo 2. Porcentaje de cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales, 55 empresas, período 2001-2008

		AÑOS								
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
II C 1		Participación efectiva y de votación en las juntas generales de accionistas								
II C 1.1	23	La sociedad avisa anticipadamente las materias a tratar en las juntas de accionistas								
		98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	Cumple
		1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8 Sin Inform.
II C 1.1	24	La sociedad proporciona con suficiente antelación, fecha y lugar de las juntas de accionistas								
		98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	Cumple
		1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8 Sin Inform.
II C 1.1	25	Proporciona información necesaria, sobre materias a decidir en la junta								
		96,4	96,4	98,2	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	Cumple
		3,6	3,6	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0 Sin Inform.
II C 2.1	26	La compañía facilita a los accionistas, realizar preguntas al Consejo								
		41,8	41,8	41,8	43,6	43,6	43,6	43,6	45,5	Cumple
		1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8 No cumple
		56,4	56,4	56,4	54,6	54,6	54,6	54,6	52,7	Sin Inform.
II C 2.1	27	Permite a los accionistas incluir temas en la agenda de la junta general para su discusión								
		94,5	94,5	96,4	96,4	96,4	96,4	96,4	98,2	Cumple
		5,5	5,5	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	1,8	Sin Inform.
II C 2.1	28	La compañía permite a los accionistas presentar propuestas y resoluciones para su revisión en la junta de accionistas								
		43,6	43,6	45,5	45,5	47,3	45,5	45,5	47,3	Cumple
		56,4	56,4	54,5	54,5	52,7	54,5	54,5	52,7	Sin Inform.
II C 2.2	29	La sociedad limita la participación, de accionistas individuales o de grupos de accionistas, para plantear preguntas								
		5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	Cumple
		94,5	94,5	94,5	94,5	94,5	94,5	94,5	94,5	Sin Inform.
II C 2.2	30	La sociedad limita la participación, de los accionistas individuales o de grupos de accionistas, respecto de la inclusión de puntos en la tabla								
		80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	Cumple
		20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	Sin Inform.
II C 2.2	31	La sociedad limita la participación, de los accionistas individuales o de grupos de accionistas, para presentar propuestas y resoluciones en la Junta								
		21,8	21,8	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	Cumple
		78,2	78,2	76,4	76,4	76,4	76,4	76,4	76,4	Sin Inform.
II C 3.1	32	Los accionistas participan en la nominación de miembros del Consejo								
		34,5	34,5	34,5	34,5	34,5	34,5	34,5	34,5	No cumple
		65,5	65,5	65,5	65,5	65,5	65,5	65,5	65,5	Sin Inform.
II C 3.1	33	Los accionistas participan en la elección de los miembros del Consejo								
		98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	Cumple
		1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8 Sin Inform.
II C 3.2	34	Los accionistas pueden opinar, sobre la política de remuneración de los miembros del Consejo								
		89,1	89,1	90,9	90,9	92,7	92,7	92,7	92,7	Cumple
		10,9	10,9	9,1	9,1	7,3	7,3	7,3	7,3	Sin Inform.
II C 3.2	35	Los accionistas tienen la oportunidad de opinar en relación a la política de remuneraciones de los principales ejecutivos								
		29,1	29,1	29,1	29,1	30,9	30,9	30,9	30,9	Cumple
		70,9	70,9	70,9	70,9	69,1	69,1	69,1	69,1	Sin Inform.

Continuación Anexo 2. Porcentaje de cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales, 55 empresas, período 2001-2008

			AÑOS							
			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
II C 3.2	36	Los sistemas de compensación para miembros del Consejo, se someten a la aprobación de los accionistas	40,0 60,0	41,8 58,2	40,0 60,0	40,0 60,0	40,0 60,0	40,0 60,0	40,0 60,0	41,8 Cumple 58,2 Sin Inform.
II C 3.2	37	Los sistemas de compensación para trabajadores, se aprueban por los accionistas	70,9 29,1	70,9 29,1	70,9 29,1	70,9 29,1	70,9 29,1	70,9 29,1	70,9 29,1	70,9 Cumple 29,1 Sin Inform.
II C 3.2	38	Los sistemas de remuneración basados en patrimonio, deben ser aprobados directamente por los accionistas y no se delega al Consejo.	21,8 1,8 76,4	21,8 1,8 76,4	21,8 1,8 76,4	21,8 1,8 76,4	21,8 1,8 76,4	21,8 1,8 76,4	21,8 1,8 76,4	21,8 Cumple 1,8 No cumple 76,4 Sin Inform.
II C 4.1	39	Los accionistas pueden ejercer su derecho de voto en ausencia, por voto postal o por poder	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0 Cumple
II D	Revelación de convenios y agrupaciones de capital que permiten a determinados accionistas adquirir un desproporcionado grado de control de sus derechos de flujo de efectivo									
II D 1	40	La sociedad informa la existencia de acciones preferentes	98,2 1,8	98,2 1,8	100,0 0,0	100,0 0,0	100,0 0,0	100,0 0,0	100,0 0,0	100,0 Cumple 0,0 No cumple
II D 1	42	Se informa la estructura de capital de la misma, que permita saber si es piramidal	80,0 18,2 1,8	81,8 16,4 1,8	81,8 16,4 1,8	83,6 14,6 1,8	90,9 9,1 0,0	94,5 5,5 0,0	90,9 9,1 0,0	94,5 Cumple 5,5 No cumple 0,0 Sin Inform.
II D 1	43	Informa si existen los topes de votación en la Junta	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0 Cumple
II D 2	45	Revela la estructura de los grupos de la compañía	85,5 12,7 1,8	87,3 10,9 1,8	90,9 7,3 1,8	90,9 7,3 1,8	94,6 3,6 1,8	94,6 3,6 1,8	92,7 5,5 1,8	94,6 Cumple 3,6 No cumple 1,8 No Aplica
II D 2	46	Revela la naturaleza de las relaciones significativas dentro del grupo	60,0 32,7 5,5 1,8	61,8 30,9 5,5 1,8	63,6 29,1 5,5 1,8	65,5 27,2 5,5 1,8	69,1 23,6 5,5 1,8	69,1 23,6 5,5 1,8	69,1 23,6 5,5 1,8	70,9 Cumple 23,6 No cumple 3,7 Sin Inform. 1,8 No Aplica
II D 3	47	Comunica a los accionistas la existencia de acuerdos entre otros accionistas	63,6 16,4 20,0	63,6 16,4 20,0	63,6 16,4 20,0	67,3 14,5 18,2	67,3 14,5 18,2	67,3 14,5 18,2	69,1 14,5 16,4	69,1 Cumple 14,5 No cumple 16,4 Sin Inform.
II D 3	48	Se comunica a los otros accionistas, quienes son los interesados en el acuerdo	7,3 16,4 76,3	7,3 16,4 76,3	7,3 16,4 76,3	10,9 14,5 74,6	10,9 14,5 74,6	10,9 14,5 74,6	12,7 14,6 72,7	12,7 Cumple 14,6 No cumple 72,7 Sin Inform.

Continuación Anexo 2. Porcentaje de cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales, 55 empresas, período 2001-2008

			AÑOS								
			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
II D 3	49	Comunica a los accionistas el derecho preferencial de suscripción de acciones	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	Cumple
II D 3	50	Comunica a los accionistas las materias del acuerdo entre otros accionistas	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	9,1	9,1	Cumple
			10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	No cumple
			83,6	83,6	83,6	83,6	83,6	83,6	80,0	80,0	Sin Inform.
II D 4	51	Revela la estructura de capital claramente y en un formato accesible para los interesados	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	Cumple
			1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	Sin Inform.
II D 4	52	Actualiza la información oportunamente, cuando existen cambios en la estructura de capital	87,3	87,3	87,3	87,3	87,3	89,1	89,1	98,2	Cumple
			12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	10,9	10,9	1,8	Sin Inform.
II E Toma de control societario											
II E 1.1	53	La sociedad divulga oportunamente a los accionistas la adquisición sustancial de acciones	0,0	0,0	1,8	3,6	3,6	1,8	0,0	0,0	Cumple
			100,0	100,0	98,2	96,4	96,4	98,2	100,0	100,0	No Aplica
II E 1.3	54	La sociedad oferente de la toma de control (OPAs) informa a sus accionistas los planes de la transacción	0,0	0,0	1,8	3,6	3,6	1,8	0,0	0,0	Cumple
			100,0	100,0	98,2	96,4	96,4	98,2	100,0	100,0	No Aplica
II E 1.3	55	La sociedad oferente de la toma de control (OPAs) informa a sus accionistas del financiamiento de la transacción	0,0	0,0	0,0	3,6	1,8	1,8	0,0	0,0	Cumple
			0,0	0,0	1,8	0,0	1,8	0,0	0,0	0,0	Sin Inform.
			100,0	100,0	98,2	96,4	96,4	98,2	100,0	100,0	No Aplica
II E 1.3	56	La sociedad oferente de la toma de control, informa además a los accionistas de la sociedad afectada	0,0	0,0	1,8	3,6	3,6	1,8	0,0	0,0	Cumple
			100,0	100,0	98,2	96,4	96,4	98,2	100,0	100,0	No Aplica
II E 1.3	57	La sociedad proporciona la información en cantidad suficiente para que los accionistas tomen una decisión informada	0,0	0,0	1,8	3,6	3,6	1,8	0,0	0,0	Cumple
			100,0	100,0	98,2	96,4	96,4	98,2	100,0	100,0	No Aplica
II E 1.3	58	Proporcionan la información con tiempo suficiente para que los accionistas tomen una decisión informada	0,0	0,0	1,8	3,6	3,6	1,8	0,0	0,0	Cumple
			100,0	100,0	98,2	96,4	96,4	98,2	100,0	100,0	No Aplica

Continuación Anexo 2. Porcentaje de cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales, 55 empresas, período 2001-2008

			AÑOS								
			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
II F	Facilitar el ejercicio de los derechos de propiedad por parte de todos los accionistas, incluidos los inversionistas institucionales										
II F 1	59	Si la sociedad es inversionista institucional (por ejemplo AFP), revela las políticas de gobierno	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	No Aplica
II F 1.3	60	Si la sociedad es inversionista institucional, revela las políticas de votación y procedimientos para ejercer el derecho de voto que representa	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	No Aplica
II F 2.1	61	Si la sociedad es inversionista institucional, revela las políticas para abordar los conflictos de interés que puedan afectar las decisiones de votación	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	No Aplica
III	TRATO EQUITATIVO DE LOS ACCIONISTAS										
III A	Trato equitativo para todos los accionistas poseedores de acciones de una misma serie dentro de una categoría										
III A 1.1	62	Para aprobar propuestas de modificación de derechos de voto de distintas series y clases de acciones, la sociedad convoca a junta de accionistas	54,5 45,5	54,5 45,5	54,5 45,5	54,5 45,5	54,5 45,5	54,5 45,5	54,5 45,5	54,5 45,5	Cumple Sin Inform.
III A 1.2	63	La sociedad revela oportunamente a los posibles inversionistas, información suficiente y relevante sobre las series y clases de acciones de la compañía	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	Cumple
III A 1.2	64	La sociedad mantiene disponible regularmente información resumida del capital accionario de la compañía	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	Cumple
III A 4.2	65	Se proporciona oportunamente a los inversionistas extranjeros el aviso de reuniones, permitiendo oportunidades equitativas para votar	89,1 10,9	89,1 10,9	89,1 10,9	89,1 10,9	89,1 10,9	89,1 10,9	89,1 10,9	89,1 10,9	Cumple Sin Inform.
III A.4.3	66	La sociedad hace uso de procesos confiables y eficaces y de tecnologías que faciliten el voto de los inversionistas extranjeros.	0,0 100,0	0,0 100,0	0,0 100,0	0,0 100,0	0,0 100,0	0,0 100,0	1,8 98,2	3,6 96,4	Cumple Sin Inform.
III A 5.1	67	La sociedad facilita el voto, minimizando los costos involucrados para los accionistas	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	Sin Inform.
III A 5.1	68	Se utilizan métodos de votación en las reuniones de accionistas que garanticen el trato equitativo de todos ellos	20,0 80,0	20,0 80,0	20,0 80,0	21,8 78,2	21,8 78,2	21,8 78,2	23,6 76,4	25,5 74,5	Cumple Sin Inform.
III A 5.1	69	La sociedad coloca los resultados de la votación a disposición de los accionistas en forma oportuna	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	Cumple

Continuación Anexo 2. Porcentaje de cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales, 55 empresas, período 2001-2008

		AÑOS							
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
III B	Prohibición del uso de información privilegiada y las operaciones abusivas de autocartera								
III B 1	70	La sociedad prohíbe las operaciones con información privilegiada							
		1,8	3,6	5,5	9,1	9,1	9,1	10,9	94,5
		98,2	96,4	94,5	90,9	90,9	90,9	89,1	5,5
		Cumple Sin Inform.							
III B 3	71	Se prohíbe negociaciones abusivas, realizadas por personas con acceso a información privilegiada							
		3,6	5,5	7,3	10,9	10,9	10,9	12,7	94,5
		96,4	94,5	92,7	89,1	89,1	89,1	87,3	5,5
		Cumple Sin Inform.							
III B 3	72	Se prohíbe los autocontratos realizados por personas con acceso a información privilegiada							
		3,6	3,6	5,5	9,1	9,1	9,1	9,1	54,5
		96,4	96,4	94,5	90,9	90,9	90,9	90,9	45,5
		Cumple Sin Inform.							
III C	Comunicación de directores y de ejecutivos principales de cualquier interés material en transacciones o asuntos que afecten a la sociedad								
III C 1	73	La sociedad obliga a sus ejecutivos que informen al Consejo oportunamente, su interés significativo en un contrato u otro asunto que afecten a la compañía							
		98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	100,0
		1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	0,0
		Cumple Sin Inform.							
III C 1	74	La sociedad obliga a sus directores que informen oportunamente al Consejo si tienen un interés significativo en un contrato u otro asunto que afectan a la compañía							
		98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	100,0
		1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	0,0
		Cumple Sin Inform.							
IV	ROL DE LAS DIFERENTES PARTES INTERESADAS EN EL GOBIERNO DE LA EMPRESA								
IV C	Desarrollar mecanismos que favorezcan la participación de los empleados.								
IV C 1	75	Se permite que los trabajadores participen en el gobierno de la compañía							
		18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	20,0	20,0	20,0
		3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
		78,2	78,2	78,2	78,2	78,2	76,4	76,4	76,4
		Cumple No cumple Sin Inform.							
IV C 1	76	Los trabajadores tienen participación de las utilidades de la compañía							
		94,5	94,5	94,5	94,5	94,5	94,5	94,5	94,5
		5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
		Cumple Sin Inform.							
IV D	Acceso oportuno y periódico a información relevante y confiable a los stakeholders que participen en el proceso de gobierno corporativo								
IV D 1	77	La sociedad proporciona información adecuada y confiable a los stakeholders							
		32,7	32,7	32,7	34,5	36,4	36,4	36,4	47,3
		67,3	67,3	67,3	65,5	63,6	63,6	63,6	52,7
		Cumple Sin Inform.							
IV E	Los trabajadores individualmente y los organismos que los representen, pueden expresarse libremente al Consejo en relación con posibles prácticas ilegales o poco éticas en la compañía								
IV E 1	78	La sociedad tiene un mecanismo que asegura que los trabajadores expresen al Consejo su preocupación por posibles prácticas ilegales o poco éticas							
		1,8	1,8	3,7	5,4	7,2	12,7	18,1	43,6
		0,0	1,8	3,6	5,5	5,5	5,5	5,5	3,7
		98,2	96,4	92,7	89,1	87,3	81,8	76,4	52,7
		Cumple No cumple Sin Inform.							

Continuación Anexo 2. Porcentaje de cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales, 55 empresas, período 2001-2008

		AÑOS								
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
V	TRANSPARENCIA Y DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN									
V A	Información mínima que debe ser divulgada									
V A 1	La situación financiera y los resultados de la compañía, al menos anualmente									
V A 1.1	79 Se proporciona a los accionistas los estados financieros auditados (consolidados cuando corresponda)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	Cumple
V A 1.2	80 Se proporciona a los accionistas un informe de la situación financiera y de los resultados de la compañía, aprobados por el Consejo	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	Cumple
V A 1.2	81 Se proporciona la evaluación de la gerencia de los factores que afectaron la situación financiera y los resultados de la compañía	90,9 3,6 5,5	90,9 3,6 5,5	90,9 3,6 5,5	90,9 3,6 5,5	90,9 3,6 5,5	90,9 3,6 5,5	92,8 3,6 3,6	94,6 3,6 1,8	Cumple No cumple Sin Inform.
V A 1.2	82 Se informa las directrices y tendencias, que puedan afectar de manera relevante a la situación financiera y los resultados de la misma	89,1 9,1 1,8	89,1 9,1 1,8	89,1 9,1 1,8	89,1 9,1 1,8	89,1 9,1 1,8	89,1 9,1 1,8	92,7 7,3 0,0	92,7 7,3 0,0	Cumple No cumple Sin Inform.
V A 2	Los objetivos de la sociedad									
V A 2.1	83 Se proporciona información relevante sobre sus objetivos de negocios	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	100,0 0,0	100,0 0,0	100,0 0,0	100,0 0,0	100,0 0,0	Cumple Sin Inform.
V A 2.1	84 Se proporciona información relevante sobre sus objetivos no comerciales (Responsabilidad social)	67,2 27,3 5,5	74,5 20,0 5,5	80,0 16,4 3,6	81,8 16,4 1,8	81,8 16,4 1,8	87,3 12,7 0,0	90,9 9,1 0,0	92,7 7,3 0,0	Cumple No cumple Sin Inform.
V A 3	La titularidad de los grandes grupos de acciones y de derechos de voto, al menos anualmente									
V A 3.1	85 Se informa quienes son los propietarios directos de la compañía	96,4 3,6	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	100,0 0,0	100,0 0,0	100,0 0,0	Cumple No cumple
V A 3.1	86 Se informa quienes poseen individual o colectivamente una participación significativa	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	Cumple Sin Inform.
V A 3.1	87 Se informa la titularidad, tan pronto se haya cruzado el límite de participación que da lugar a la revelación	23,6 76,4	23,6 76,4	83,6 16,4	89,1 10,9	89,1 10,9	89,1 10,9	89,1 10,9	89,1 10,9	Cumple Sin Inform.

Continuación Anexo 2. Porcentaje de cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales, 55 empresas, período 2001-2008

			AÑOS								
			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
V A 3.3	88	Se informa pública y oportunamente sobre la estructura del grupo de empresas	87,3	89,1	92,7	92,7	94,6	94,6	94,6	94,6	Cumple
			9,1	7,3	5,5	5,5	3,6	3,6	3,6	3,6	No cumple
			3,6	3,6	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	Sin Inform.
V A 3.3	90	Se proporciona información de las relaciones entre las sociedades pertenecientes al grupo, para permitir conocer los mecanismos de control de la sociedad	87,3	89,1	90,9	92,7	96,4	96,4	96,4	96,4	Cumple
			12,7	10,9	9,1	7,3	3,6	3,6	3,6	3,6	No cumple
V A 4		Sobre los miembros del Consejo y de los ejecutivos principales, política de remuneraciones, competencias, selección, independencia, participación en Consejos de otras compañías									
V A 4.1	91	La sociedad informa las competencias de cada uno de los miembros del Consejo	89,1	92,7	92,7	92,7	94,5	94,5	94,5	90,9	Cumple
			5,4	1,8	1,8	1,8	0,0	0,0	0,0	3,6	No cumple
			5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	Sin Inform.
V A 4.1	92	Se informa a los accionistas si los miembros del Consejo pertenecen a los Directorios de otras compañías	60,0	61,8	63,6	65,5	67,3	67,3	67,3	67,3	Cumple
			16,4	14,6	14,6	14,5	12,7	12,7	12,7	12,7	No cumple
			23,6	23,6	21,8	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	Sin Inform.
V A 4.1	93	Se informa del proceso de selección de los miembros del Consejo	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	Cumple
			43,6	43,6	43,6	43,6	43,6	43,6	43,6	54,5	No cumple
			16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	5,5	Sin Inform.
V A 4.1	94	Se informa sobre los miembros independientes del Consejo	54,5	65,5	81,8	85,4	89,1	90,9	90,9	90,9	Cumple
			25,5	14,5	12,7	9,1	5,4	3,6	3,6	3,6	No cumple
			20,0	20,0	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	Sin Inform.
V A 4.1	95	Se informa los criterios utilizados por la compañía para considerar a los miembros del Consejo como independientes	61,8	61,8	61,8	61,8	61,8	61,8	61,8	61,8	Cumple
			21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	36,4	No cumple
			16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	1,8	Sin Inform.
V A 4.2	96	Se informa las participaciones de cada ejecutivo principal, teniendo en cuenta las acciones de la sociedad poseídas por familiares cercanos cuando hay intereses	29,1	30,9	30,9	34,5	34,5	34,5	36,3	38,2	Cumple
			60,0	60,0	60,0	56,4	56,4	56,4	56,4	60,0	No cumple
			10,9	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	7,3	1,8	Sin Inform.
V A 4.2	97	Se informa sobre las acciones de la compañía poseídas por cada director y sus familiares cercanos	29,1	30,9	30,9	34,5	36,4	36,4	38,2	40,0	Cumple
			60,0	60,0	60,0	56,4	54,5	54,5	54,5	58,2	No cumple
			10,9	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	7,3	1,8	Sin Inform.
V A 4.3	98	Se informa sobre las remuneraciones de los miembros del Directorio	94,5	92,7	96,4	96,4	98,2	98,2	98,2	98,2	Cumple
			5,5	7,3	3,6	3,6	1,8	1,8	1,8	1,8	No cumple

Continuación Anexo 2. Porcentaje de cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales, 55 empresas, período 2001-2008

			AÑOS									
			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008		
V A 4.3	99	Se informa sobre las remuneraciones de los altos ejecutivos	90,9 9,1	92,7 7,3	96,4 3,6	96,4 3,6	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	Cumple No cumple	
V A 4.3	100	Se informa la relación de las remuneraciones del Directorio y los resultados de la empresa	23,6 61,8 14,6	25,5 61,8 12,7	25,5 61,8 12,7	25,5 61,8 12,7	25,5 61,8 12,7	25,5 61,8 12,7	25,5 61,8 12,7	25,5 70,9 3,6	Cumple No cumple Sin Inform.	
V A 4.3	101	Se informa de las remuneraciones de los principales ejecutivos y su relación con los resultados de la empresa	9,1 61,8 29,1	9,1 61,8 29,1	9,1 61,8 29,1	9,1 61,8 29,1	9,1 61,8 29,1	9,1 61,8 29,1	9,1 61,8 29,1	10,9 70,9 18,2	Cumple No cumple Sin Inform.	
V A 4.3	102	Se informa la política relacionada con los diversos tipos de remuneraciones	25,5 61,8 12,7	25,5 61,8 12,7	25,5 61,8 12,7	25,5 61,8 12,7	25,5 61,8 12,7	25,5 61,8 12,7	25,5 61,8 12,7	27,3 69,1 3,6	Cumple No cumple Sin Inform.	
V A 5	Operaciones entre partes relacionadas											
V A 5.1	103	La sociedad informa las operaciones entre partes relacionadas cuando se requiere aprobación de la junta de accionistas	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	98,2 1,8	Cumple Sin Inform.
V A 5.1	105	Informa a los accionistas, las transacciones corrientes o menos importantes entre partes relacionadas, al menos una vez al año, en los informes anuales	92,7 5,5 1,8	92,7 5,5 1,8	92,7 5,5 1,8	92,7 5,5 1,8	92,7 5,5 1,8	92,7 5,5 1,8	92,7 5,5 1,8	92,7 5,5 1,8	94,5 5,5 0,0	Cumple No cumple Sin Inform.
V A 6	Factores de riesgo previsible											
V A 6.1	106	La sociedad informa sobre los factores de riesgos significativos y razonablemente previsible	92,7 5,5 1,8	94,6 3,6 1,8	98,2 1,8 0,0	98,2 1,8 0,0	98,2 1,8 0,0	98,2 1,8 0,0	98,2 1,8 0,0	98,2 1,8 0,0	98,2 1,8 0,0	Cumple No cumple Sin Inform.
V A 6.1	107	Se informa sobre los procedimientos que han sido establecidos para gestionar tales riesgos	80,0 18,2 1,8	83,6 14,6 1,8	89,1 10,9 0,0	90,9 9,1 0,0	92,7 7,3 0,0	92,7 7,3 0,0	92,7 7,3 0,0	92,7 7,3 0,0	92,7 7,3 0,0	Cumple No cumple Sin Inform.
V A 7	Asuntos relativos a empleados y otros stakeholders											
V A 7.1	108	Se informa públicamente los principales problemas que afectan a los empleados y que podrían alterar significativamente los resultados	7,3 85,5 7,2	7,3 85,5 7,2	7,3 85,5 7,2	7,3 85,5 7,2	7,3 85,5 7,2	7,3 85,5 7,2	7,3 85,5 7,2	7,3 85,5 7,2	14,6 81,8 3,6	Cumple No cumple Sin Inform.
V A 7.1	109	Se informa públicamente los principales problemas con otros stakeholders que podrían alterar significativamente los resultados	3,6 85,5 10,9	3,6 85,5 10,9	5,4 85,5 9,1	7,3 85,5 7,2	7,3 85,5 7,2	7,3 85,5 7,2	7,3 85,5 7,2	7,3 85,5 7,2	12,7 83,6 3,7	Cumple No cumple Sin Inform.

Continuación Anexo 2. Porcentaje de cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales, 55 empresas, período 2001-2008

		AÑOS							
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
V A 8	Estructuras y políticas de gobierno corporativo (implantación, contenido del código de gobierno corporativo)								
V A 8.1	110	La sociedad publica, al menos una vez al año, un informe sobre gobierno corporativo							
		1,8	1,8	1,8	1,8	3,6	3,6	3,6	5,4 Cumple
		94,6	94,6	94,6	94,6	94,6	94,6	94,6	94,6 No cumple
		3,6	3,6	3,6	3,6	1,8	1,8	1,8	0,0 Sin Inform.
V A 8.1	111	Se describe en el informe de gobierno corporativo la composición del Consejo							
		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,6 Cumple
		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	96,4 No Aplica
V A 8.1	112	Se describe en el informe de gobierno corporativo el funcionamiento del Consejo							
		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,6 Cumple
		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	96,4 No Aplica
V A 8.1	114	Se utiliza un código de gobierno corporativo que la sociedad ha adoptado o formulado							
		0,0	1,8	1,8	1,8	3,6	3,6	3,6	3,6 Cumple
		98,2	96,4	96,4	96,4	96,4	96,4	96,4	96,4 No cumple
		1,8	1,8	1,8	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0 Sin Inform.
V A 8.1	115	Se describe en el informe de gobierno corporativo como lleva a cabo las prácticas incorporadas en el código que utiliza							
		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8 Cumple
		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	98,2 No Aplica
V B	Información elaborada y proporcionada en base a normas de alta calidad en materia de contabilidad y revelación de información financiera y no financiera								
V B 2	116	La sociedad prepara la información no financiera, en base a normas de revelación emitidas por una organización que actúa en interés público							
		81,8	83,6	83,6	83,6	83,6	83,6	83,6	100,0 Cumple
		1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0 No cumple
		16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	0,0 Sin Inform.
V C	Auditoría anual realizada por un auditor externo independiente, competente y calificado								
V C 1	117	Los estados financieros de la sociedad son auditados anualmente por un auditor externo							
		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0 Cumple
V C 1	118	Los estados financieros son auditados conforme a normas de auditoría internacionalmente aceptadas							
		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0 Cumple
V C 1	119	El auditor externo es independiente de los ejecutivos, de los directores y de los accionistas controladores							
		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0 Cumple
V C 1	120	La selección del auditor externo es supervisada por la junta de accionistas o comité de auditoría, independiente de la dirección.							
		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0 Cumple

Continuación Anexo 2. Porcentaje de cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales, 55 empresas, período 2001-2008

			AÑOS								
			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
V C 2	121	Los auditores externos cumplen requisitos para estar autorizados para realizar auditorías en sociedades cotizadas	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	Cumple
V C 5	122	El Consejo, comité de auditoría u organismo independiente, informa a los accionistas los criterios sobre los cuales ha concluido la independencia y calificación del auditor	27,3 7,3 65,4	27,3 7,3 65,4	29,1 7,3 63,6	29,1 7,3 63,6	32,7 7,3 60,0	32,7 7,3 60,0	34,5 5,5 60,0	34,5 5,5 60,0	Cumple No cumple Sin Inform.
V C 5	123	El Consejo, comité de auditoría u organismo independiente informa a los accionistas los criterios sobre los cuales ha concluido que el auditor externo ha actuado con debido cuidado profesional	34,6 3,6 61,8	34,6 3,6 61,8	36,4 3,6 60,0	36,4 3,6 60,0	40,0 3,6 56,4	40,0 3,6 56,4	41,8 1,8 56,4	41,8 1,8 56,4	Cumple No cumple Sin Inform.
V C 5	124	El Consejo, comité de auditoría u organismo independiente informa a los accionistas sobre cualquier trabajo realizado por el auditor externo ajeno a la auditoría	10,9 3,6 85,5	9,1 3,6 87,3	12,8 3,6 83,6	10,9 3,6 85,5	14,6 3,6 81,8	14,6 3,6 81,8	18,2 1,8 80,0	20,0 1,8 78,2	Cumple No cumple Sin Inform.
V E	Canales usados para divulgar información (acceso igualitario, oportuno y asequible por parte de los usuarios)										
V E 1	125	La sociedad cumple la legislación para evitar la divulgación de información privilegiada o relevante para las sociedades de parte de directores y otros insiders	0,0 100,0	1,8 98,2	3,6 96,4	5,5 94,5	7,3 92,7	7,3 92,7	9,1 90,9	96,4 3,6	Cumple Sin Inform.
V E 2	126	Se hace divulgación continua y oportuna, sin selectividad, de todas las informaciones significativas que permitan a los inversionistas tomar decisiones de inversión	56,4 43,6	56,4 43,6	56,4 43,6	60,0 40,0	61,8 38,2	61,8 38,2	63,6 36,4	98,2 1,8	Cumple Sin Inform.
VI	RESPONSABILIDADES DEL CONSEJO										
VI C	Aplicar altos niveles de ética										
VI C 1	127	La sociedad tiene un código de ética elaborado bajo la supervisión del Consejo	1,8 1,8 96,4	3,6 1,8 94,6	5,5 1,8 92,7	9,1 1,8 89,1	9,1 1,8 89,1	10,9 1,8 87,3	12,7 1,8 85,5	29,1 1,8 69,1	Cumple No cumple Sin Inform.
VI C 1	128	El código de ética cubre principalmente el respeto de la ley y de las normas profesionales	1,8 98,2	3,6 96,4	7,3 92,7	10,9 89,1	10,9 89,1	12,7 87,3	12,7 87,3	32,7 67,3	Cumple Sin Inform.
VI C 1	129	El código de ética establece los límites de la búsqueda de intereses privados de los empleados	0,0 100,0	1,8 98,2	5,5 94,5	9,1 90,9	9,1 90,9	10,9 89,1	10,9 89,1	29,1 70,9	Cumple Sin Inform.

Continuación Anexo 2. Porcentaje de cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales, 55 empresas, período 2001-2008

			AÑOS							
			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
VI D	Funciones claves del Directorio									
VI D 1	131	El Consejo examina y orienta la estrategia de la empresa	30,9 69,1	30,9 69,1	30,9 69,1	32,7 67,3	38,2 61,8	38,2 61,8	38,2 61,8	41,8 Cumple 58,2 Sin Inform.
VI D 1	132	El Consejo examina los principales planes de acción	34,5 65,5	34,5 65,5	34,5 65,5	36,4 63,6	40,0 60,0	40,0 60,0	40,0 60,0	41,8 Cumple 58,2 Sin Inform.
VI D 1	133	El Consejo examina la política de riesgos	29,1 70,9	29,1 70,9	29,1 70,9	30,9 69,1	36,4 63,6	36,4 63,6	36,4 63,6	38,2 Cumple 61,8 Sin Inform.
VI D 1	134	El Consejo examina los presupuestos anuales	32,7 67,3	32,7 67,3	32,7 67,3	32,7 67,3	40,0 60,0	40,0 60,0	40,0 60,0	40,0 Cumple 60,0 Sin Inform.
VI D 1	135	El Consejo examina los objetivos de resultados	25,5 74,5	25,5 74,5	27,3 72,7	29,1 70,9	32,7 67,3	32,7 67,3	32,7 67,3	32,7 Cumple 67,3 Sin Inform.
VI D 1	136	El Consejo define el control del plan previsto y de los resultados de la compañía	14,5 85,5	14,5 85,5	16,4 83,6	16,4 83,6	20,0 80,0	20,0 80,0	20,0 80,0	21,8 Cumple 78,2 Sin Inform.
VI D 1	137	El Consejo define la supervisión de los desembolsos de capital	29,1 70,9	29,1 70,9	30,9 69,1	30,9 69,1	36,4 63,6	36,4 63,6	36,4 63,6	38,2 Cumple 61,8 Sin Inform.
VI D 1	138	El Consejo define las adquisiciones	32,7 67,3	32,7 67,3	34,5 65,5	34,5 65,5	36,4 63,6	38,2 61,8	38,2 61,8	40,0 Cumple 60,0 Sin Inform.
VI D 1	139	El Consejo define las desinversiones de mayor cuantía	25,5 74,5	25,5 74,5	27,3 72,7	27,3 72,7	29,1 70,9	29,1 70,9	29,1 70,9	30,9 Cumple 69,1 Sin Inform.
VI D 2	140	El Consejo controla la eficacia de las prácticas de gobierno corporativo	20,0 80,0	21,8 78,2	21,8 78,2	21,8 78,2	21,8 78,2	21,8 78,2	21,8 78,2	25,5 Cumple 74,5 Sin Inform.
VI D 2	141	El Consejo, si es necesario, realiza cambios de la prácticas de gobierno corporativo	21,8 78,2	21,8 78,2	21,8 78,2	21,8 78,2	21,8 78,2	21,8 78,2	21,8 78,2	25,5 Cumple 74,5 Sin Inform.
VI D 2.1	143	El Consejo supervisa que las prácticas de gobierno corporativo se ajusten al código de la compañía	0,0 100,0	0,0 100,0	0,0 100,0	0,0 100,0	0,0 100,0	0,0 100,0	0,0 100,0	16,4 Cumple 83,6 Sin Inform.
VI D 2.1	144	El consejo explica razones cuando no se han implementado prácticas específicas de gobierno corporativo incorporadas en el código	0,0 100,0	0,0 100,0	0,0 100,0	0,0 100,0	0,0 100,0	0,0 100,0	0,0 100,0	3,6 Cumple 96,4 Sin Inform.

Continuación Anexo 2. Porcentaje de cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales, 55 empresas, período 2001-2008

			AÑOS								
			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
VI D 2.2	145	El consejo evalúa el desempeño del grupo, sus comités activos y a cada miembro, al menos anualmente	7,3 92,7	7,3 92,7	7,3 92,7	7,3 92,7	9,1 90,9	9,1 90,9	9,1 90,9	12,7 87,3	Cumple Sin Inform.
VI D 2.2	146	El consejo evalúa el desempeño de los ejecutivos , al menos anualmente	7,3 92,7	7,3 92,7	7,3 92,7	7,3 92,7	9,1 90,9	9,1 90,9	9,1 90,9	12,7 87,3	Cumple Sin Inform.
VI D 2.2	147	El consejo, identifica las áreas que requieren mejoras	21,8 78,2	21,8 78,2	21,8 78,2	21,8 78,2	21,8 78,2	21,8 78,2	21,8 78,2	23,6 76,4	Cumple Sin Inform.
VI D 2.2	148	El consejo, desarrolla un plan de mejoras	18,2 81,8	18,2 81,8	18,2 81,8	18,2 81,8	18,2 81,8	18,2 81,8	18,2 81,8	20,0 80,0	Cumple Sin Inform.
VI D 2.2	149	Las evaluaciones del consejo son consideradas en la determinación de políticas de compensaciones	9,1 90,9	9,1 90,9	9,1 90,9	9,1 90,9	9,1 90,9	9,1 90,9	9,1 90,9	9,1 90,9	Cumple Sin Inform.
VI D 3.1	150	El Consejo es responsable de seleccionar, remunerar, supervisar y sustituir los ejecutivos claves y de supervisar la planificación de sucesión	23,6 76,4	23,6 76,4	23,6 76,4	23,6 76,4	23,6 76,4	23,6 76,4	23,6 76,4	38,2 61,8	Cumple Sin Inform.
VI D 4.1	151	El consejo prepara la política de remuneración que cubre a sus miembros	29,1 70,9	29,1 70,9	29,1 70,9	30,9 69,1	32,7 67,3	32,7 67,3	32,7 67,3	34,5 65,5	Cumple Sin Inform.
VI D 4.1	152	El consejo revela públicamente la política de remuneración que cubre a sus miembros	34,6 63,6 1,8	34,6 63,6 1,8	34,6 63,6 1,8	34,6 63,6 1,8	34,6 63,6 1,8	34,6 63,6 1,8	34,6 63,6 1,8	34,6 63,6 1,8	Cumple No cumple Sin Inform.
VI D 4.1	153	El consejo explica cómo se alinea la remuneración de sus miembros con el interés de largo plazo de la compañía y sus accionistas	70,9 29,1	70,9 29,1	70,9 29,1	70,9 29,1	70,9 29,1	70,9 29,1	70,9 29,1	70,9 29,1	No cumple Sin Inform.
VI D 4.1	154	El consejo prepara la política de remuneración de los ejecutivos claves	36,4 3,6 60,0	36,4 3,6 60,0	36,4 3,6 60,0	38,2 3,6 58,2	40,0 3,6 56,4	40,0 3,6 56,4	40,0 3,6 56,4	43,7 3,6 52,7	Cumple No cumple Sin Inform.
VI D 4.1	155	El consejo revela públicamente la política de remuneración de los ejecutivos claves	27,3 72,7	27,3 72,7	27,3 72,7	27,3 72,7	27,3 72,7	27,3 72,7	27,3 72,7	29,1 70,9	Cumple No cumple
VI D 4.1	156	El consejo explica cómo se alinea la remuneración de los ejecutivos con el interés de largo plazo de la compañía y sus accionistas	52,7 47,3	52,7 47,3	52,7 47,3	52,7 47,3	52,7 47,3	52,7 47,3	52,7 47,3	52,7 47,3	No cumple Sin Inform.
VI D 4.1	157	La elaboración de la política de remuneraciones, su aplicación y el establecimiento de la remuneración real son revisados por miembros no ejecutivos	27,3 1,8 70,9	27,3 1,8 70,9	27,3 1,8 70,9	27,3 1,8 70,9	27,3 1,8 70,9	27,3 1,8 70,9	27,3 1,8 70,9	27,3 1,8 70,9	Cumple No cumple Sin Inform.

Continuación Anexo 2. Porcentaje de cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales, 55 empresas, período 2001-2008

			AÑOS								
			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
VI D 5.1	158	Los accionistas participan en la elección de los miembros del Consejo	96,4	96,4	96,4	96,4	96,4	96,4	96,4	96,4	Cumple
			1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	No cumple
			1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	Sin Inform.
VI D 5.1	159	Los accionistas son informados del procedimiento de nombramiento del Consejo (Rol y composición de cualquier comité)	36,4	36,4	38,2	38,2	40,0	40,0	40,0	40,0	45,5 Cumple
			63,6	63,6	61,8	61,8	60,0	60,0	60,0	60,0	54,5 Sin Inform.
VI D 6.1	160	El Consejo supervisa un sistema de controles internos, que facilita la supervisión y la gestión de potenciales conflictos de interés	1,8	1,8	1,8	3,6	3,6	3,6	5,5	12,7	Cumple
			98,2	98,2	98,2	96,4	96,4	96,4	94,5	87,3	Sin Inform.
VI D 6.1	161	El Consejo supervisa un sistema de controles internos que facilita el control del uso de activos de la sociedad	12,7	12,7	14,5	16,4	16,4	16,4	16,4	23,6	Cumple
			87,3	87,3	85,5	83,6	83,6	83,6	83,6	76,4	Sin Inform.
VI D 6.1	162	El Consejo supervisa un sistema de controles internos que facilita el seguimiento de las transacciones entre partes relacionadas	18,2	18,2	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	21,8	Cumple
			81,8	81,8	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	78,2	Sin Inform.
VI D 7.1	163	El Consejo supervisa la administración de controles internos, que garantizan la integridad de los sistemas de información contables y financieros	16,4	16,4	18,2	20,0	23,6	23,6	25,5	32,7	Cumple
			83,6	83,6	81,8	80,0	76,4	76,4	74,5	67,3	Sin Inform.
VI D 7.1	164	El Consejo supervisa la existencia de mecanismos de control, para gestión de riesgos, control financiero y operacional	16,4	16,4	16,4	18,2	21,8	21,8	21,8	27,3	Cumple
			83,6	83,6	83,6	81,8	78,2	78,2	78,2	72,7	Sin Inform.
VI D 7.2	165	El Consejo actúa para asegurar razonablemente que la auditoria de estados financieros ha sido efectuada de forma independiente y competente	23,6	25,5	27,3	27,3	32,7	32,7	32,7	34,5	Cumple
			76,4	74,5	72,7	72,7	67,3	67,3	67,3	65,5	Sin Inform.
VI D 7.3	166	El Consejo desarrolla planes de acción y procedimientos internos, promoviendo el cumplimiento de leyes, reglamentos y normas aplicables a sus miembros	1,8	1,8	3,6	3,6	7,3	9,1	9,1	30,9	Cumple
			1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	0,0	No cumple
			96,4	96,4	94,6	94,6	90,9	89,1	89,1	69,1	Sin Inform.
VI D 7.3	167	El Consejo desarrolla planes de acción y procedimientos internos promoviendo cumplimiento del Código de Ética	1,8	1,8	3,6	5,5	10,9	14,5	14,5	21,8	Cumple
			98,2	98,2	96,4	94,5	89,1	85,5	85,5	78,2	Sin Inform.
VI D 8.1	168	El Consejo supervisa la revelación de información relevante sobre la compañía	12,7	14,5	14,5	18,2	20,0	20,0	21,8	76,4	Cumple
			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	18,2	No cumple
			87,3	85,5	85,5	81,8	80,0	80,0	78,2	5,4	Sin Inform.
VI D 8.1	169	El Consejo asume la responsabilidad de la estrategia de comunicaciones de la compañía con los accionistas	30,9	32,7	32,7	34,5	34,5	34,5	34,5	36,4	Cumple
			69,1	67,3	67,3	65,5	65,5	65,5	65,5	63,6	Sin Inform.

Continuación Anexo 2. Porcentaje de cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales, 55 empresas, período 2001-2008

			AÑOS								
			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
VI E	Juicios objetivos e independientes del Consejo sobre cuestiones relativas a la sociedad										
VI E 1.1	170	El Consejo tiene directores independientes	61,8	69,1	70,9	72,7	76,4	76,4	76,4	80,0	Cumple
			25,5	20,0	18,2	16,4	12,7	12,7	12,7	12,7	No cumple
			12,7	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	7,3	Sin Inform.
VI E 1.1	171	La sociedad identifica y comunica cuales son los miembros independientes	56,4	67,3	67,3	70,9	74,6	76,4	80,0	80,0	Cumple
			29,1	20,0	20,0	16,4	12,7	10,9	9,1	9,1	No cumple
			14,5	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	10,9	10,9	Sin Inform.
VI E 1.1	172	La sociedad comunica los criterios de apreciación sobre los miembros del consejo que considera independientes	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	61,8	Cumple
			18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	No cumple
			21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	20,0	Sin Inform.
VI E 1.2	173	Miembros del Consejo, no ejecutivos, con juicio independiente, supervisan la integridad del informe financiero y no financiero	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9	52,7	Cumple
			49,1	49,1	49,1	49,1	49,1	49,1	49,1	47,3	Sin Inform.
VI E 1.2	174	Miembros del Consejo, no ejecutivos, con juicio independiente, supervisa la auditoría externa	96,4	96,4	98,2	98,2	100,0	100,0	100,0	100,0	Cumple
			3,6	3,6	1,8	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	Sin Inform.
VI E 1.2	175	Miembros del Consejo, no ejecutivos, con juicio independiente, revisan y administran transacciones entre partes relacionadas	81,8	81,8	85,5	85,5	87,3	87,3	87,3	89,1	Cumple
			18,2	18,2	14,5	14,5	12,7	12,7	12,7	10,9	Sin Inform.
VI E 1.2	176	Miembros del Consejo, no ejecutivos, con juicio independiente, revisan y administran autocontratos	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	41,8	Cumple
			60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	58,2	Sin Inform.
VI E 1.2	178	Miembros del Consejo, no ejecutivos, con juicio independiente, nombran a los ejecutivos claves	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	Cumple
			40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	Sin Inform.
VI E 1.2	180	Miembros del Consejo, no ejecutivos, con juicio independiente, establecen la remuneración de los ejecutivos	78,2	78,2	81,8	81,8	83,6	83,6	83,6	87,3	Cumple
			21,8	21,8	18,2	18,2	16,4	16,4	16,4	12,7	Sin Inform.
VI E 1.2	181	Si el Consejo no ha cumplido sus responsabilidades, los accionistas pueden pedir cuenta de ello	40,0	40,0	40,0	41,8	41,8	41,8	41,8	45,5	Cumple
			60,0	60,0	60,0	58,2	58,2	58,2	58,2	54,5	Sin Inform.
VI E 2.1	182	El mandato de los miembros del Consejo, cuando se crean comités, se divulga en el informe de la compañía sobre sus prácticas de gobierno corporativo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,6	Cumple
			1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	No cumple
			98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	83,6	Sin Inform.

Continuación Anexo 2. Porcentaje de cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales, 55 empresas, período 2001-2008

			AÑOS									
			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008		
VI E 2.1	183	La composición de los principales comités permanentes y ad hoc del Consejo se divulga en el informe de la compañía sobre sus prácticas de gobierno corporativo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	10,9	Cumple	
			1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	No cumple
			98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	87,3	Sin Inform.
VI E 2.1	184	El procedimiento de trabajo de los comités permanentes y ad hoc del Consejo se divulga en el informe de la compañía sobre sus prácticas de gobierno corporativo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	9,1	Cumple	
			1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	No cumple
			98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2	89,1	Sin Inform.
VI E 3.1	185	La sociedad revela completa información sobre la actividad de cada miembro del Consejo	32,7	34,5	34,5	34,5	34,5	34,5	34,5	34,5	41,8	Cumple
			52,7	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9	50,9	No cumple
			14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	7,3	Sin Inform.
VI E 3.1	186	Se revela completa información sobre la duración del ejercicio del cargo de cada miembro del Consejo	94,6	94,6	94,6	94,6	94,6	94,6	94,6	94,6	94,6	Cumple
			1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	No cumple
			3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	Sin Inform.
VI E 3.1	187	Se revela completa información sobre la ocupación de cada miembro del Consejo en varios Comités	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	32,7	Cumple
			58,2	58,2	58,2	58,2	58,2	58,2	58,2	58,2	58,2	No cumple
			14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	9,1	Sin Inform.
VI E 3.1	188	Se revela información sobre el trabajo principal de cada miembro del Consejo	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	30,9	Cumple
			63,6	63,6	63,6	63,6	63,6	63,6	63,6	63,6	61,8	No cumple
			14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	7,3	Sin Inform.
VI E 3.1	189	Se revela información sobre otros cargos de cada miembro del Consejo mantenidas al mismo tiempo	63,6	61,8	63,6	65,4	67,2	67,2	67,2	67,2	72,7	Cumple
			18,2	20,0	18,2	18,2	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	No cumple
			18,2	18,2	18,2	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	10,9	Sin Inform.
VI E 3.1	190	Se revela registro de asistencia a las reuniones de miembros del Consejo	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	Cumple
			18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2	No cumple
			1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	Sin Inform.
VI E 3.1	191	Se revela registro de asistencia a las reuniones de comités	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	Cumple
			70,9	70,9	70,9	70,9	70,9	70,9	70,9	70,9	70,9	No cumple
			23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	23,6	Sin Inform.
VI E 3.1	192	Se revela cualquier otro trabajo emprendido a nombre del Consejo	9,1	9,1	9,1	9,1	10,9	14,5	14,5	14,5	14,5	Cumple
			70,9	70,9	70,9	70,9	69,1	65,5	65,5	65,5	65,5	No cumple
			20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	Sin Inform.

Continuación Anexo 2. Porcentaje de cumplimiento de los principios, sub principios y criterios esenciales, 55 empresas, período 2001-2008

			AÑOS								
			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
VI E 3.1	193	Se revela información de la remuneración asociada a ese otro trabajo emprendido a nombre del Consejo	38,2	38,2	38,2	38,2	40,0	41,8	41,8	41,8	Cumple
			61,8	61,8	61,8	61,8	60,0	58,2	58,2	58,2	No cumple
VI E 3.2	194	Los miembros del Consejo, al tomar posesión del cargo tienen un programa de capacitación que les permita cumplir sus deberes individuales	18,2	20,0	20,0	21,8	21,8	21,8	23,6	25,5	Cumple
			3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	No cumple
			78,2	76,4	76,4	74,6	74,6	74,6	72,8	70,9	Sin Inform.
VI E 3.2	195	Los miembros del Consejo, cuentan con un programa de capacitación, para cumplir sus deberes individuales	16,4	18,2	20,0	20,0	20,0	20,0	21,8	23,6	Cumple
			3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	No cumple
			80,0	78,2	76,4	76,4	76,4	76,4	74,6	72,8	Sin Inform.
VI F 1	196	Los miembros del Consejo cuentan con información relevante para cumplir sus responsabilidades	41,8	41,8	41,8	41,8	41,8	41,8	43,6	45,5	Cumple
			58,2	58,2	58,2	58,2	58,2	58,2	56,4	54,5	Sin Inform.
VI F 1	197	El código de ética de la sociedad prohíbe la demora o la retención de información relevante a miembros del Consejo	0,0	1,8	5,4	7,2	9,1	9,1	9,1	27,2	Cumple
			7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	No cumple
			92,7	90,9	87,3	85,5	83,6	83,6	83,6	65,5	Sin Inform.
VI F 2	198	Se les provee a los miembros del Consejo, asesoría calificada cuando ocurren actividades inusuales en los negocios	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	Cumple
			20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	Sin Inform.
VI F 2	199	Los miembros del Consejo que participan en comités independientes, pueden mantener asesores independientes	58,2	58,2	58,2	60,0	60,0	60,0	61,8	63,6	Cumple
			41,8	41,8	41,8	40,0	40,0	40,0	38,2	36,4	Sin Inform.
VI F 2	200	La sociedad paga la asesoría realizada por asesores independientes, a los miembros del Consejo	56,4	56,4	56,4	58,2	58,2	58,2	60,0	63,6	Cumple
			43,6	43,6	43,6	41,8	41,8	41,8	40,0	36,4	Sin Inform.

Anexo 3. Resultados de Regresión Ln Cap, ICGC

R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación	Durbin-Watson
0,8281	0,6857	0,6797	0,8420	0,6033

	Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
Regresión	645,041	8	80,630	113,738	7,75E-100
Residual	295,617	417	0,709		
Total	940,658	425			

	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes tipificados	t	Sig.	Correlaciones		
	B	Error típ.	Beta			Orden cero	Parcial	Semiparcial
(Constante)	18,1228	0,4377		41,4043	8,20E-150			
IPSA	0,5162	0,1043	0,1730	4,9472	1,09E-06	0,5291	0,2355	0,1358
Conc	-0,0101	0,0023	-0,1447	-4,4683	1,02E-05	-0,0536	-0,2138	-0,1227
ADR	0,2895	0,1081	0,0817	2,6786	0,0077	0,3581	0,1301	0,0735
Pay	0,0052	0,0014	0,1107	3,7632	0,0002	0,1491	0,1812	0,1033
Deb	-1,4584	0,2565	-0,1710	-5,6859	2,45E-08	0,1434	-0,2682	-0,1561
Lna	0,4495	0,0267	0,6542	16,8650	4,98E-49	0,7457	0,6368	0,4630
Div	0,0029	0,0004	0,2051	6,9597	1,33E-11	0,3566	0,3226	0,1911
ICGC	0,1776	0,5480	0,0108	0,3240	0,7461	0,3920	0,0159	0,0089

Anexo 4. Resultados de Regresión ROE, Principios

R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación	Durbin-Watson
0,8433	0,7111	0,6998	0,1060	0,8515

	Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
Regresión	11,340	16	0,709	63,075	9,10E-100
Residual	4,607	410	0,011		
Total	15,947	426			

	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes tipificados	t	Sig.	Correlaciones		
	B	Error típ.	Beta			Orden cero	Parcial	Semiparcial
IPSA	-0,0320	0,0128	-0,1117	-2,4934	0,0130	0,3067	-0,1222	-0,0662
Conc	0,0013	0,0003	0,3331	4,7995	2,23E-06	0,5943	0,2306	0,1274
ADR	-0,0516	0,0137	-0,1273	-3,7728	0,0002	0,1909	-0,1832	-0,1001
Pay	0,0011	0,0002	0,3661	6,4961	2,39E-10	0,6839	0,3055	0,1724
Deb	0,1552	0,0329	0,3735	4,7206	3,23E-06	0,6028	0,2270	0,1253
Lna	-0,0108	0,0031	-1,0504	-3,5128	0,0005	0,6000	-0,1709	-0,0932
Div	0,0008	0,0001	0,4871	14,9149	1,70E-40	0,6896	0,5931	0,3959
Pp2	-0,3435	0,0910	-1,2917	-3,7733	0,0002	0,5975	-0,1832	-0,1002
Pp3	0,5149	0,0795	1,4856	6,4778	2,67E-10	0,6025	0,3047	0,1720
D1	0,0574	0,0225	0,1017	2,5510	0,0111	0,1132	0,1250	0,0677
D2	0,0637	0,0224	0,1151	2,8407	0,0047	0,1343	0,1389	0,0754
D3	0,0910	0,0237	0,1643	3,8343	0,0001	0,1695	0,1861	0,1018
D4	0,1025	0,0232	0,1887	4,4144	1,30E-05	0,2330	0,2130	0,1172
D5	0,1021	0,0235	0,1879	4,3463	1,75E-05	0,2230	0,2099	0,1154
D6	0,1238	0,0235	0,2278	5,2668	2,25E-07	0,2804	0,2517	0,1398
D7	0,1114	0,031	0,2069	4,8246	1,98E-06	0,3024	0,2318	0,1281

Anexo 5. Resultados de Regresión ROE, ICGC

R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación	Durbin-Watson
0,7042	0,4958	0,4862	0,1103	0,7954

	Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
Regresión	4,989	8	0,624	51,265	1,86E-57
Residual	5,073	417	0,012		
Total	10,062	425			

	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes tipificados	t	Sig.	Correlaciones		
	B	Error típ.	Beta			Orden cero	Parcial	Semiparcial
(Constante)	0,1269	0,0544		2,3308	0,0202			
Conc	0,0014	0,0003	0,1961	4,8732	1,56E-06	0,1322	0,2321	0,1694
AFP	-0,0014	0,0007	-0,0738	-1,9528	0,0515	-0,1839	-0,0952	-0,0679
ADR	-0,0277	0,0144	-0,0757	-1,9267	0,0547	-0,1418	-0,0939	-0,0670
Pay	0,0013	0,0002	0,2555	6,8916	2,05E-11	0,3982	0,3198	0,2396
Deb	0,1401	0,0339	0,1589	4,1399	4,21E-05	0,1328	0,1987	0,1439
Lna	-0,0171	0,0031	-0,2405	-5,4994	6,66E-08	-0,0387	-0,2600	-0,1912
Div	0,0008	0,0001	0,5296	14,1845	1,52E-37	0,5779	0,5705	0,4932
ICGC	0,1751	0,0717	0,1026	2,4410	0,0151	0,0719	0,1187	0,0849

Anexo 6. Resultados de Regresión Ln Cap, Principios

R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación	Durbin-Watson
0,8375	0,7015	0,6943	0,8226	0,5956

	Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
Regresión	659,846	10	65,985	97,516	2,27E-102
Residual	280,812	415	0,677		
Total	940,658	425			

	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes tipificados	t	Sig.	Correlaciones		
	B	Error típ.	Beta			Orden cero	Parcial	Semiparcial
(Constante)	16,6376	0,5981		27,8168	7,03E-97			
IPSA	0,5274	0,1020	0,1768	5,1720	3,61E-07	0,5291	0,2461	0,1387
Conc	-0,0098	0,0021	-0,1403	-4,6902	3,71E-06	-0,0536	-0,2244	-0,1258
ADR	0,3658	0,1095	0,1032	3,3414	0,0009	0,3581	0,1619	0,0896
Pay	0,0054	0,0014	0,1148	3,9906	0,0001	0,1491	0,1922	0,1070
Deb	-1,3488	0,2596	-0,1582	-5,1966	3,19E-07	0,1434	-0,2472	-0,1394
Lna	0,4346	0,0260	0,6326	16,7288	2,19E-48	0,7457	0,6346	0,4487
Div	0,0030	0,0004	0,2123	7,4589	5,15E-13	0,3566	0,3438	0,2001
Pp2	3,5945	0,7881	0,1808	4,5611	6,71E-06	0,3550	0,2185	0,1223
Pp3	-1,0710	0,5231	-0,0758	-2,0473	0,0413	0,2169	-0,1000	-0,0549
Pp4	-0,6317	0,3218	-0,0844	-1,9629	0,0503	0,3094	-0,0959	-0,0526

Anexo 7. Convenio de Cooperación entre SVS Y PUCV



CONVENIO DE COOPERACIÓN

En Santiago de Chile, a 6 de enero de 2010, entre la Superintendencia de Valores y Seguros, en adelante también la “SVS”, persona jurídica de derecho público regida por el D.L. N°3.538 de 1980, del giro Institución Fiscalizadora, según lo expresa el D.L. N° 3.551 de 1980, R.U.T. 60.810.000-8, representada por su Superintendente, don **Guillermo Larrain Rios**, ambos domiciliados en Avenida Libertador Bernardo O’Higgins 1449 piso 9°, comuna y ciudad de Santiago, y la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso, RUT 81 669.200-8, representada por su Vicerrector de Administración y Finanzas don **Claudio Elórteguí Raffo**, cédula de identidad N° 4.563.420-5, ambos domiciliados en Avenida Brasil N° 2950, Valparaíso, en adelante también la “Universidad”, han acordado el siguiente convenio de cooperación:

PRIMERO: La “Universidad”, a través de su Escuela de Comercio, proveerá de una encuesta que tiene como objetivo conocer el grado de cumplimiento de los criterios esenciales de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE en las sociedades anónimas abiertas reguladas; particularmente en la materia referida a las Responsabilidades del Directorio.

SEGUNDO: La “SVS” aplicará la encuesta, las veces que las partes acuerden, a los fiscalizados que ella defina. La “Universidad” no podrá aplicar la encuesta en forma independiente directa o indirectamente a los fiscalizados de la “SVS”.

TERCERO: La “Universidad”, a través de la Escuela de Comercio, procesará las respuestas a las encuestas que sean aplicadas al sector regulado por la “SVS”. Para ello, la “SVS” pondrá a disposición de la “Universidad” la información recolectada, excluyendo el nombre y RUT de las empresas encuestadas, así como los de la persona natural que responde la encuesta.

CUARTO: La “Universidad” deberá mantener reserva de la información que se entregue bajo ese carácter. Lo mismo se aplicará a sus dependientes y a las personas que trabajen con él bajo cualquier vínculo jurídico. Este deber de reserva se mantendrá independientemente de la vigencia del presente convenio.

La Superintendencia queda liberada de toda responsabilidad por el mal uso que se pueda dar a la información recopilada, sin perjuicio del derecho de ejercer las acciones legales correspondientes.

QUINTO: Los datos que sean recopilados en la aplicación de la encuesta a los regulados por la “SVS”, en el marco del presente convenio, serán de exclusiva propiedad de la “SVS” y sólo podrán ser utilizados por la “Universidad” para fines académicos o de investigación y que no involucren fines de lucro.

Sin perjuicio de lo anterior, las partes dejan expresa constancia, que los resultados de la encuesta podrán ser utilizados, previa autorización expresa de la “SVS”, por los académicos de la Escuela de Comercio de la Universidad, en la elaboración de tesis doctorales o artículos de investigación.





PONTIFICIA UNIVERSIDAD
CATOLICA
DE VALPARAISO



SUPERINTENDENCIA
DE VALORES Y SEGUROS

Asimismo, la publicación de dichos estudios o trabajos no podrá hacerse sin la autorización expresa de la "SVS".

SEXTO: La "Universidad" se obliga a adoptar todas las medidas tendientes a resguardar la integridad, fidelidad, veracidad y exactitud de la información recopilada.

SÉPTIMO: El presente convenio regirá en forma indefinida.

OCTAVO: La "SVS" y la "Universidad" podrán en cualquier momento, poner término al convenio por su sola voluntad y sin necesidad de expresión de causa, dando aviso previo a la contraparte por carta certificada dirigida al domicilio indicado en la comparecencia, con al menos treinta (30) días de anticipación.

Sin embargo, iniciada una actividad en el ámbito del presente convenio, ésta no podrá interrumpirse en forma unilateral y deberá continuar realizándose hasta su cumplimiento íntegro.

NOVENO: Para todos los efectos legales derivados del presente convenio, las partes fijan su domicilio especial en la ciudad de Santiago y se someten a la competencia de sus Tribunales ordinarios de justicia.

DÉCIMO: Se deja constancia, que la celebración del presente convenio no involucra pago alguno entre las partes. Sin perjuicio de lo anterior, el presente convenio de cooperación no los exime de la aplicación de las normas y principios de la Ley sobre Compras Públicas y su Reglamento, en el evento de que sea procedente. Asimismo, las partes dejan expresa constancia que el presente contrato no crea vínculo laboral ni de dependencia alguna entre ellas.

UNDÉCIMO: El presente convenio se firma en dos ejemplares de igual tenor y fecha, quedando uno en poder de cada parte.

DUODÉCIMO: La personería de don Guillermo Larrain Ríos, para actuar en nombre y en representación de la "SVS", consta en Decreto N° 573 de fecha 02 de mayo del 2007.

La personería de don Claudio Elórtegui Raffo para actuar en representación de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso, en su calidad de Vicerrector de Administración y Finanzas, consta de mandato otorgado por escritura pública de fecha 4 de Agosto de 2006 ante el Notario de Valparaíso don Luis Fischer Yávar.



Claudio Elórtegui Raffo
Vicerrector de Administración y Finanzas
Pontificia Universidad Católica de Valparaíso

Guillermo Larrain Ríos
Superintendente
Superintendencia de Valores y Seguros

Anexo 8. Cuestionario aplicado por la SVS en 2012

ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO Survey <https://www.surveymonkey.com/s.aspx?sm=48tqa6YUazGQC60RxmY5g...>



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

ÍNDICE TEMÁTICO DE LAS PREGUNTAS

1. Orientación estratégica y plan de acción de la sociedad
2. Control de prácticas de gobierno corporativo
3. Selección, retribución, control y sustitución de los ejecutivos principales y de filiales
4. Alineamiento de la retribución (remuneraciones, compensaciones e indemnizaciones) de los ejecutivos principales y los directores
5. Principales temas tratados en las sesiones del Directorio
6. Utilización de sistemas de votación a distancia
7. Control y gestión de los conflictos de interés y transacción con partes relacionadas
8. Integridad de los informes contable y financieros de la compañía y de los adecuados sistemas de gestión y de control
9. Supervisión del proceso de divulgación de información y de las comunicaciones
10. Directores Independientes
11. Comités
12. Información que la sociedad revela sobre sus directores en la Junta de Accionistas
13. Capacitación de los directores y de la disponibilidad de tiempo para el ejercicio del cargo
14. Acceso de los directores a información precisa, relevante y oportuna para cumplir sus responsabilidades
15. Información que la sociedad provee a los accionistas de la Junta para que puedan decidir
16. Medios por los cuales se provee a los accionistas la información para las juntas de accionistas
17. Importancia de un Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo
18. Número de juntas extraordinarias de accionistas (JEA) realizadas por la sociedad en el último período
19. Procedimiento interno (reglamentos, estatutos, códigos, entre otros) que considere la aplicación de sanciones por incumplimiento de los deberes como director
20. Resolución de conflictos
21. Tipo de comités existentes integrados por directores
22. Comentario adicionales



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Datos generales de la sociedad

Objetivo:

Este cuestionario tiene por objeto conocer el grado de cumplimiento de los criterios esenciales de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE en las sociedades anónimas abiertas; particularmente en la materia referida a las Responsabilidades del Directorio.

Se agradece su valiosa colaboración al responder la Encuesta. Cualquier consulta dirigirse a encuestabgc@svs.cl

Se hace presente, si es de su interés mantener en reserva su identificación como sociedad o la de quienes responden la encuesta por cuenta de ella, entonces deberá cautelar que en sus respuestas no exista información que permitan identificarla. Por ejemplo: nombre de la sociedad en la denominación del archivo que envíe, nombre de la sociedad en la encuesta, interrelación de las respuestas seleccionadas en este cuestionario, entre otros.

I. DATOS GENERALES DE LA SOCIEDAD

1. Sector de actividad económica (seleccione el sector que corresponda)

- | | |
|-------------------------------|------------|
| Banca | Consumo |
| Commodities | Industrial |
| Comunicaciones y Tecnología | Retail |
| Constructoras e Inmobiliarias | Utilities |

Otro sector

Ant

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

2. La sociedad es parte de un holding diversificado:

Si

No

3. La sociedad posee filiales:

Si

No

Ant.

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

4. ¿Qué porcentaje de los activos consolidados de la sociedad encuestada, corresponden a activos que se encuentran en filiales?

Ant.

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

5. La sociedad pertenece al IPSA :

Si

No

6. La sociedad tiene un Código de Ética:

Si

No

7. La sociedad tiene un Código de Gobierno Corporativo propio:

Si

No

8. Indique el número total de directores y el número de directores independientes de la sociedad (de tenerlos).

Total directores

Total directores independientes

9. Es filial de una sociedad extranjera:

Si

No

Ant.

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

10. Indique país

11. Indique si en el país en que se encuentra la sociedad matriz existe un Código de Gobierno Corporativo establecido por la autoridad reguladora (Comisión de Valores):

Si

No

Ant.

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

II. ENCUESTA

A continuación se presenta un cuestionario conformado por 23 preguntas. Algunas de ellas, están orientadas a conocer las prácticas aplicadas por la sociedad durante el año 2011, y otras, destinadas a conocer su percepción respecto a ciertos temas atinentes al gobierno corporativo societario.

Seleccione con una X el recuadro que mejor refleje su respuesta en base a los siguientes criterios:

Total cumplimiento : Se considera que lo señalado en el ítem ha sido realizado cuidadosamente, con nivel de excelencia.

Alto cumplimiento : Se considera que lo señalado en el ítem ha sido bien realizado.

Medio cumplimiento : Se considera que lo señalado en el ítem ha sido realizado de manera suficiente.

Bajo cumplimiento : Se considera que lo señalado en el ítem ha sido realizado de manera insuficiente.

Nulo cumplimiento : Se considera que lo señalado en el ítem no se ha realizado.

No Aplica : En la sociedad no se aplica o no existe lo indicado en el ítem.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Orientación estratégica y plan de acción de la sociedad

12. 1.a.- El Directorio en la orientación estratégica y plan de acción de la sociedad:

	Total	Alto	Medio	Bajo	Nulo	N/A
Diseña la estrategia de la sociedad						
Orienta la estrategia de la sociedad						
Evalúa los principales planes de acción						
Controla el nivel de avance del plan previsto de la compañía						
Define los objetivos de resultados						
Evalúa los resultados de la compañía						
Examina la política de riesgos						
Establece y evalúa los mecanismos de control interno de la sociedad						
Participa en la gestión operacional de la sociedad						
Aprueba los presupuestos anuales						
Aprueba las inversiones de capital, las adquisiciones y desinversiones de mayor cuantía						
Aprueba la política de financiamiento (nivel de endeudamiento, tipo de endeudamiento, etc.)						
Aprueba la política de dividendos						
Aprueba la política de cobertura de riesgos mediante instrumentos derivados						



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

13. 1.b.- El Directorio en la orientación estratégica y plan de acción de las filiales significativas de la sociedad:

	Total	Alto	Medio	Bajo	Nulo	N/A
Diseña la estrategia de la filial						
Orienta la estrategia de la filial						
Evalúa los principales planes de acción de la filial						
Controla el nivel de avance del plan previsto de la filial						
Define los objetivos de resultados de la filial						
Evalúa los resultados de la filial						
Examina la política de riesgos de la filial						
Establece y evalúa los mecanismos de control interno de la sociedad						
Participa en la gestión operacional de la filial						
Aprueba los presupuestos anuales de la filial						
Aprueba las inversiones de capital, las adquisiciones y desinversiones de mayor cuantía						
Aprueba la política de financiamiento (nivel de endeudamiento, tipo de endeudamiento, etc.)						
Aprueba la política de dividendos						
Aprueba la política de cobertura de riesgos mediante instrumentos derivados						



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Control de prácticas de gobierno corporativo

14. 2.- El Directorio en el control de prácticas de gobierno corporativo (establecidas en leyes, normativas, o por la propia sociedad):

	Total	Alto	Medio	Bajo	Nulo	N/A
Controla la eficacia de las prácticas de gobierno corporativo establecidas por ley						
Controla la eficacia de las prácticas de gobierno corporativo más allá de las establecidas por ley						
Ha desarrollado un código de buenas prácticas propio de la sociedad o ha adherido a un código ya existente desarrollado por alguna entidad externa						
Supervisa que las prácticas de gobierno corporativo se ajusten a dicho código impuesto por la sociedad (cuando éste existe)						
Explica las razones cuando la sociedad no ha implementado prácticas específicas de gobierno corporativo incorporadas en dicho código (cuando éste existe)						
Realiza cambios en las prácticas de gobierno corporativo si son necesarias						
Evalúa al menos una vez al año el desempeño del directorio en su conjunto, los comités activos y a cada miembro del directorio						
Evalúa al menos una vez al año el desempeño de los ejecutivos principales (gerentes)						
Identifica las áreas de gobierno corporativo que requieren mejoras en la sociedad						
Desarrolla un plan de mejoras para las áreas deficitarias						

[Ant.](#)[Sig.](#)



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Selección, retribución, control y sustitución de ejecutivos principales y filiales

15. 3.a.- El Directorio en la selección, retribución, control y sustitución del gerente general y otros ejecutivos principales:

Si No

Selecciona a los ejecutivos principales distintos al gerente general

En caso que no los seleccione, aprueba las propuestas del gerente general en relación a los ejecutivos principales (contratación, despido, ascenso)

Existe una planificación de sucesión de los ejecutivos principales

De existir, supervisa dicha planificación de sucesión de los ejecutivos principales

Solicita el reemplazo, cuando es necesario, de los ejecutivos principales

16. 3.b.- El Directorio, en la selección, retribución, control y sustitución de directores, el gerente general y ejecutivos principales de las filiales:

Si No

Participa en la selección de los ejecutivos principales de las filiales de la sociedad

En caso que no los selecciones, aprueba las propuestas del gerente general en relación a los ejecutivos principales de las filiales de la sociedad (contratación, despido, ascenso)

Supervisa la planificación de sucesión de los ejecutivos principales de las filiales de la sociedad

Solicita el reemplazo, cuando es necesario, de los ejecutivos principales de las filiales de la sociedad

Participa activamente en la selección de directores de las filiales de la sociedad

La sociedad cuenta con un procedimiento formal para la selección de directores de sus filiales

Participa activamente en la determinación de remuneraciones de directores de las filiales de la sociedad

Ant.

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Alineamiento de la retribución

17. 4.- El Directorio respecto de la retribución al gerente general y los ejecutivos principales (remuneraciones, compensaciones e indemnizaciones) y el alineamiento de ésta a los objetivos de la sociedad:

	Total	Alto	Medio	Bajo	Nulo	N/A
Define la política de retribución de los ejecutivos principales, además el gerente general						
En la determinación de las políticas de remuneraciones y de compensaciones considera las evaluaciones de desempeño de los ejecutivos principales						
Utiliza la entrega de bonos, stock options u otras remuneraciones variables para los ejecutivos principales						
En la determinación de las políticas de remuneraciones y de compensaciones considera las evaluaciones de desempeño de los ejecutivos principales de las filiales						
Utiliza la entrega de bonos, stock options u otras remuneraciones variables para los ejecutivos principales de las filiales						
Explica cómo la política de remuneraciones de la sociedad se alinea con el interés de largo plazo de la compañía y sus accionistas						
Revisa que las retribuciones reales a los ejecutivos principales y a los directores coincidan con la política definida						
Revela públicamente la política de retribución de los ejecutivos principales						



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Principales temas tratados en las sesiones del Directorio

18.5.- Indique la frecuencia con que se tratan los principales temas en las sesiones de Directorio (TEMAS / %TIEMPO):

18. Temas

Tema	<input type="text"/>
1	
Tema	<input type="text"/>
2	
Tema	<input type="text"/>
3	
Tema	<input type="text"/>
4	
Tema	<input type="text"/>
5	
Tema	<input type="text"/>
6	
Tema	<input type="text"/>
7	

19. % Tiempo

-	<input type="text"/>
-	<input type="text"/>
-	<input type="text"/>
-	<input type="text"/>
-	<input type="text"/>
-	<input type="text"/>
-	<input type="text"/>



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Utilización de sistemas de votación a distancia

20. 6.- La sociedad, respecto a la utilización de sistemas de votación a distancia:

Si No

Utiliza sistemas de votación a distancia para sus juntas de accionistas en general

Utiliza sistemas de votación a distancia para la elección de directores

Los directores participan en las reuniones de Directorio de manera remota

Ant.

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Control y gestión de los conflictos de interés y transacción con partes relacionadas

21. 7.a.- El Directorio, respecto del control y gestión de los conflictos de interés y transacción con partes relacionadas:

	Total	Alto	Medio	Bajo	Nulo	NA
Identifica los focos de conflictos de interés						
Define y diseña una política de manejo de conflictos de interés, más allá de lo que exige la ley en cuanto a su tratamiento y aprobación						
Define y diseña una política de realización de transacciones con partes relacionadas, más allá de lo que exige la ley en cuanto a su tratamiento y aprobación						
Existe un sistema de control interno diseñado para facilitar la supervisión y la gestión de potenciales conflictos de interés						
Vigila, en caso de existir, el funcionamiento del sistema de control interno diseñado para facilitar la supervisión y la gestión de potenciales conflictos de interés						
Existe un sistema de control interno diseñado para facilitar la supervisión del uso de activos de la sociedad para fines ajenos a ésta						
Vigila el funcionamiento del sistema de control interno, diseñado para facilitar la supervisión del uso de activos de la sociedad para fines ajenos a ésta						
Existe un sistema de control interno diseñado para facilitar la supervisión de la realización de transacciones con partes relacionadas						
Vigila el funcionamiento del sistema de control interno diseñado para facilitar la supervisión de la realización de transacciones con partes relacionadas						



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

7.b.- En su opinión, ¿es conveniente para el control y gestión de los conflictos de interés la exigencia a los directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales de proveer, al directorio o a la sociedad, la siguiente información? ¿Cuán frecuentemente cree que debiera entregarse dicha información?

22. La posición que mantienen en valores de la misma sociedad y entidades del grupo empresarial de ésta

Si

No

-

Frecuencia de envío (al año)

23. Las transacciones que, directa o indirectamente, realizan con los valores de la misma sociedad y de las entidades del grupo empresarial de ésta

Si

No

-

Frecuencia de envío (al año)

24. La posición que mantienen en valores de los proveedores, clientes y competidores más relevantes de la sociedad

Si

No

-

Frecuencia de envío (al año)

25. Las transacciones que, directa o indirectamente, realizan con los valores de los proveedores, clientes y competidores más relevantes de la sociedad



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

26. 7.c.- Respecto de la política que establece normas, procedimientos, mecanismos de control y responsabilidades, conforme a las cuales los directores, administradores, gerentes y ejecutivos principales, pueden adquirir o enajenar valores de la sociedad:

Marque la correcta

La sociedad estableció una prohibición total y permanente de efectuar operaciones

La sociedad estableció oportunidades o momentos específicos en los que no se puede efectuar operaciones

La sociedad estableció periodos de tiempos que deben mediar entre compras y ventas

La sociedad no estableció prohibiciones

La sociedad estableció otro tipo de mecanismos (explicar)

27. En su opinión:

Si

No

¿Cree que la política que establece normas, procedimientos, mecanismos de control y responsabilidades, conforme a las cuales los directores, administradores, gerentes y ejecutivos principales, pueden adquirir o enajenar valores de la sociedad, debiese considerar también valores de los competidores, proveedores y clientes que determine la sociedad?

Ant.

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Integridad de informes contable y financieros de la cía. y sist. de gestión y control

28. 8.- El Directorio, respecto de la integridad de los informes contable y financieros de la compañía y de los adecuados sistemas de gestión y de control interno respecto de dichos informes:

	Total	Alto	Medio	Bajo	Nulo	N/A
Ha causado que la administración establezca y mantenga sistemas de control interno (políticas y procedimientos) que aseguren (i) la confiabilidad en el registro de las transacciones que sirven de base para la preparación de los estados financieros de la sociedad, (ii) la confiabilidad de la información financiera que se reporta y (iii) la prevención y detección oportuna de adquisición, uso o disposición no autorizados de activos de la sociedad						
Supervisa que los controles internos destinados a garantizar la integridad de los sistemas de información contables y financieros de la sociedad sean efectivos						
Supervisa que la empresa está dotada con adecuados mecanismos de control, principalmente para la gestión de riesgos y el control financiero y operacional						
Informa al mercado, por lo menos una vez al año, sobre la estructura y políticas de gobierno corporativo adoptadas por la entidad (composición, funcionamiento del directorio y prácticas de buen gobierno societario)						
Desarrolla planes de acción y procedimientos, escritos y difundidos internamente, para promover el cumplimiento de leyes, reglamentos y normas que sean aplicables a sus miembros						
Desarrolla planes de acción y procedimientos, escritos y difundidos internamente, para promover el cumplimiento del Código de Ética de la sociedad (si éste existe)						
Desarrolla planes de acción y procedimientos, escritos y difundidos internamente, para promover el cumplimiento del Código de Gobierno Corporativo de la sociedad (si éste existe)						

Total Alto Medio Bajo Nulo N/A

Examina los factores de riesgo propios del negocio de la sociedad.

Actúa para obtener la seguridad razonable que la auditoría de los estados financieros ha sido efectuada de manera independiente y competente

Ant.

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Supervisión del proceso de divulgación de información y de las comunicaciones

29. 9.- El Directorio respecto de la supervisión del proceso de divulgación de información y de las comunicaciones:

	Total	Alto	Medio	Bajo	Nulo	NA
Establece claramente las funciones y responsabilidades que competen al directorio y/o plana ejecutiva en materias de divulgación y comunicación de información al mercado						
Aprueba las políticas y normas internas referidas al tipo de información que será divulgada para los inversionistas						
Aprueba modificaciones al Manual de Manejo de Información de Interés para el Mercado						
Sanciona las infracciones cometidas por parte de directores o ejecutivos principales a las disposiciones del Manual de Manejo de Información de Interés para el Mercado						
Supervisa los sistemas implementados para garantizar que la información al mercado sea comunicada de forma oportuna						

[Ant.](#)[Sig.](#)



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Directores independientes

10.- De la actuación independiente en el directorio:

En estos ítems se considera el carácter de director independiente y comité de directores, al que se refiere la Ley 18.046 en el artículo 50 bis.

30. 10.a) En caso que la sociedad esté obligada por ley a tener director independiente, responder:

Si No

¿Considera que los conceptos de "montos, volumen o naturaleza relevante" que señala dicho artículo generan ambigüedad en su alcance y por lo tanto dificultan la elección de directores independientes?

¿Considera que los conceptos de "principales competidores, proveedores y clientes de la sociedad" que señala dicho artículo generan ambigüedad en su alcance y por lo tanto dificultan la elección de directores independientes?

¿Considera que los directores independientes que no han sido elegidos con el apoyo de los accionistas mayoritarios debieran abstenerse por un período de al menos un año para ser reelegidos con el apoyo del grupo controlador?

¿Considera que a los directores independientes de una sociedad se les debiera permitir ser directores remunerados de sus filiales?

Ant

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

31. "A su juicio, cuáles deberían ser los principales factores que determinen la independencia de un director (Enumere al menos 4)"

1	<input type="text"/>
2	<input type="text"/>
3	<input type="text"/>
4	<input type="text"/>
5	<input type="text"/>

32. ¿Ha tenido dificultades la sociedad para encontrar candidatos a director que cumplan con el nuevo carácter de independiente que establece la ley?

Si

No

Ant.

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

33. En caso de haber tenido dificultades (respuesta Sí anterior), asignar en una escala de 1 a 10, de menor a mayor grado de dificultad, aquellas circunstancias inhabilitantes establecidas en el mismo artículo con las que ha tenido o previsto mayores problemas. Asimismo, identifique con NP (dificultad no presentada), aquellas circunstancias inhabilitantes que no han evidenciado problemas en su aplicación:

Marque la correcta

1) Mantuvieron cualquier vinculación, interés o dependencia económica, profesional, crediticia o comercial, de una naturaleza y volumen relevante, con la sociedad, las demás sociedades del grupo del que ella forma parte, su controlador, ni con los ejecutivos principales de cualquiera de ellos, o hayan sido directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales o asesores de éstas.

2) Mantuvieron una relación de parentesco hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, con las personas indicadas en el número anterior.

3) Hubiesen sido directores, gerentes, administradores o ejecutivos principales de organizaciones sin fines de lucro que hayan recibido aportes, contribuciones o donaciones relevantes de las personas indicadas en el número 1).

4) Hubiesen sido socios o accionistas que hayan poseído o controlado, directa o indirectamente, 10% o más del capital; directores; gerentes; administradores o ejecutivos principales que han prestado servicios jurídicos o de consultoría, por montos relevantes, o de auditoría externa, a las personas indicadas en el número 1).

5) Hubiesen sido socios o accionistas que hayan poseído o controlado, directa o indirectamente, 10% o más del capital; directores; gerentes; administradores o ejecutivos principales de los principales competidores, proveedores o clientes de la sociedad.

Ant.

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

34. 10.b) En caso que la sociedad no esté obligada por ley a contar con un director independiente, responder, ¿la sociedad cuenta con directores independientes?

Si

No

Ant

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

35. Dado que la sociedad no está obligada por ley a contar con un director independiente, responder:

Si No NA

La sociedad identifica y comunica cuáles son los directores independientes

La sociedad comunica los criterios de apreciación sobre los miembros del Directorio que consideró independientes

La sociedad realiza las gestiones necesarias para verificar que los directores designados como independientes no posean inhabilidades para ejercer su rol

Ant.

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Comités

36. 11.- De los Comités:

	Total	Alto	Medio	Bajo	Nulo	NA
Se promueve la constitución de comités específicos, adicionales a lo exigido por ley, para examinar materias que impliquen un conflicto potencial de intereses						
Se promueve la creación de comités funcionales para analizar aspectos relevantes del negocio de la sociedad						
Queda expresado en el acta de las sesiones de directorio el mandato de los miembros del Directorio cuando se crean comités						
Se informa en la junta de accionistas el mandato de los miembros del Directorio cuando se crean comités						
Se producen informes sobre la composición de los principales comités permanentes y ad hoc del Directorio						
Se producen informes sobre el procedimiento de trabajo de los comités permanentes y ad hoc del Directorio						
La divulgación de los informes anteriores se realiza en el informe de la compañía sobre sus prácticas de gobierno corporativo						



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Información que la sociedad revela sobre sus directores en la Junta de Accionistas

37. 12.- De la información que la sociedad entrega a sus accionistas sobre los directores, se incluye:

	Si	No
Información completa sobre la ocupación que le corresponde a cada miembro del Directorio cuando integra varios Comités		
Información general sobre el trabajo o actividad principal de cada director si éste lo tuviere		
Información sobre otros cargos de cada director mantenidos al mismo tiempo		
Información del registro de asistencia a las reuniones de Directorio		
Información del registro de asistencia a las reuniones de comités		
Información de cualquier otro trabajo emprendido por encargo del Directorio		
Información de la remuneración asociada a ese otro trabajo emprendido a nombre del Directorio		

Ant.

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Capacitación de los directores y de la disponibilidad de tiempo para el ejercicio del cargo

38. 13.- De la capacitación de los directores y de la disponibilidad de tiempo para el ejercicio del cargo:

Si No

Al tomar posesión del cargo deben los directores asistir a un programa de capacitación que les permita cumplir sus deberes individuales (capacitación no necesariamente entregada por la sociedad)

Durante el desempeño de su cargo, la sociedad le ofrece a los directores un programa de capacitación que les permita cumplir de la mejor manera sus deberes individuales (capacitación no necesariamente entregada por la sociedad)

Como política de la sociedad, se limita el número de directorios a los que un mismo director de ella puede pertenecer

39. Señale aproximadamente el número de horas que usted como director de la sociedad dedica mensualmente a las siguientes actividades:

Tiempo dedicado a la participación en el directorio de la entidad encuestada (Incluyendo sesiones de directorio, preparación de reuniones de directorio, investigación, entre otras).

Tiempo dedicado exclusivamente a la participación en el Comité de directores (de proceder) de la entidad encuestada. (Incluyendo sesiones de directorio, preparación de reuniones de directorio, investigación, entre otras).

Tiempo dedicado exclusivamente a la participación en el directorio de las filiales de ésta, en caso de tenerlas. (Incluyendo sesiones de directorio, preparación de reuniones de directorio, investigación, entre otras). (N/A si no tiene filiales)

40. Número de directorios a los que usted pertenece

Número

Ant

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Acceso de los directores a info. precisa, relevante y oportuna para cumplir sus responsabilidades

41. 14.- Del acceso de los directores a información precisa, relevante y oportuna para cumplir sus responsabilidades:

	Si	No
Existe una anticipación mínima a las sesiones de directorio en la que los directores deben tener toda la información relevante		
Es la anticipación mínima suficiente para que los directores puedan evaluar adecuadamente la información recibida		
Usted como director cuenta con las herramientas necesarias para informarse a la hora de tomar decisiones relacionadas a temas que no domine técnicamente (capacitaciones, asesorías, etc.)		
Los miembros del Directorio a los que se pide participar en comités distintos al comité de directores, pueden mantener asesores independientes (sin costo para los Directores)		
En el último año, la sociedad ha contratado a asesores independientes de miembros del Directorio en el ejercicio de sus cargos en comités distintos de comité de directores		
La asesoría realizada por asesores independientes a los miembros del Directorio es pagada por la sociedad		

Ant.

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Información que la sociedad provee a los accionistas de la Junta para que puedan decidir

42. 15.- De la información que la sociedad provee a los accionistas de la Junta:

	Total	Alto	Medio	Bajo	Nulo	N/A
Proporciona, con suficiente antelación a las reuniones, más información que la mínima requerida por ley, para que los accionista puedan tomar mejores decisiones en las juntas de accionistas						

Ant.

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Medios por los cuales se provee a los accionistas la información para las Juntas de Accionistas

43. 16.- Medios por los cuales se provee a los accionistas la información para las juntas de accionistas (marque la(s) alternativa(s) que correspondan):

Marque la(s) que correspondan

Carta certificada

Carta simple

Página Web

Correo electrónico

Otros medios

"Investor Relator"

"Seminarios/Conference Call"

Otros:

Ant

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Importancia de un Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo

44. 17. a) En su opinión, la existencia de un Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo establecido por el organismo regulador, bajo el principio de "Cumplir o Explicar" (obligación de las sociedades de seguir las recomendaciones de gobierno corporativo, o en su caso, explicar la razón de la falta de seguimiento de ellas):

Acuerdo Desacuerdo

Haría la regulación más costo-eficiente, ya que permite autorregular por la sociedad aspectos que alternativamente podrían establecerse por Ley

Aumentaría la confianza de los inversionistas en el mercado de capitales

Aumentaría el valor de mercado de la sociedad

Disminuiría las asimetrías de información

Mejoraría el gobierno corporativo de cada sociedad

Protegería a los inversionistas minoritarios

Generaría complementariedades que facilitarían el cumplimiento de las leyes y normativa vigente en el mercado de valores

Fomentaría la participación de la sociedad en el establecimiento de nuevas prácticas de buen gobierno corporativo

Indique otro(s) aspecto(s)

Ant.

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

45. 17. b) La revelación de un índice del grado de cumplimiento de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo:

Si No

Es necesario para proporcionar información comparativa a los inversionistas del país y del extranjero

Es necesario para proporcionar información comparativa a los stakeholders

Es una práctica necesaria en el contexto de la transparencia de la información

Fomentaría la preocupación por lograr altos estándares de buenas prácticas de Gobierno Corporativo

Sería conveniente que fuera generado por la Bolsa de Valores

Es necesario que sea publicado por el organismo regulador

Indique otro(s) aspecto(s)

Ant

Sig.

**ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO**

Nº juntas extraordinarias accionistas (JEA) realizadas por la soc. en último período

46. 18.- Indique el número de juntas extraordinarias de accionistas (JEA) realizadas por la sociedad durante el año 2010 y 2011:

Nº JEA 2010 (Totales)

Nº JEA 2010 (A solicitud de Minoritarios)

Nº JEA primer semestre 2011 (Totales)

Nº JEA primer semestre 2011 (A solicitud de Minoritarios)

Ant.

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Procedimiento interno que considere la aplicación de sanciones por incumplimiento

47. 19.- ¿La sociedad cuenta con algún procedimiento interno (reglamentos, estatutos, códigos, entre otros) que considere la aplicación de sanciones por incumplimiento de los deberes como director?

Si

No

Ant.

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

48. Indique el número de sanciones aplicadas a directores de la sociedad, durante los últimos 3 años:

Nº de sanciones 2009

Nº de sanciones 2010

Nº de sanciones 2011

Ant.

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Resolución de conflictos

49. 20.- De la resolución de conflictos:

Indique el número de casos de conflictos de interés que fueron materia de discusión por parte del directorio durante el año 2010 y 2011:

Nº casos segundo semestre 2010

Nº casos primer semestre 2010

Ant.

Sig.



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Tipo de comités existentes integrados por directores

50. 21.- Tipo de comités existentes integrados por directores:
(Marque la alternativa cuando exista el Comité en la sociedad. Puede marcar más de una alternativa)

Marque la(s) que correspondan

De Directores

De Auditoria

De Nombramiento o Nominación

De Retribución o Compensación

De Riesgos

51. Otro 1:

52. Otro 2:

53. Otro 3:

Ant.

Sig.

**ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO**

Número de Integrantes del Comité (Tipo de Comité/N° integrantes/N° directores independientes)

54. Número de integrantes del comité:

De Directores	<input type="text"/>
De Auditoria	<input type="text"/>
De	<input type="text"/>
Nombramiento o	
Nominación	
De Retribución	<input type="text"/>
o	
Compensación	
De Riesgos	<input type="text"/>
Otro 1	<input type="text"/>
Otro 2	<input type="text"/>
Otro 3	<input type="text"/>

55. Número de directores independientes:

-	<input type="text"/>
-	<input type="text"/>
-	<input type="text"/>
-	<input type="text"/>
-	<input type="text"/>
-	<input type="text"/>
-	<input type="text"/>
-	<input type="text"/>

* Otros tipos de comité: Otro 1, Otro 2 y Otro 3 fueron definidos en la pregunta anterior



ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Comentarios adicionales

56. 22.- Realice cualquier comentario adicional que estime pertinente:

57. La encuesta ha sido respondida por:

Director no independiente

Director independiente

Ant.

Listo (solo si ha completado su encuesta)

Anexo 9. Cuestionario originalmente consensuado con SVS en mayo 2010

ENCUESTA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO SOCIETARIO

Abril 2010

Objetivo:

Este cuestionario tiene por objetivo conocer el grado de cumplimiento de los criterios esenciales de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE en las sociedades anónimas abiertas; particularmente en la materia referida a las Responsabilidades del Directorio.

La información proporcionada en esta encuesta es confidencial. Se agradece la valiosa colaboración al responderla.

Cualquier consulta dirigirse a encuestabgo@svs.cl

I. IDENTIFICACION Y DATOS GENERALES DE LA SOCIEDAD

Nombre de la sociedad :

RUT :

Sector de actividad económica (marque con una X el sector al que corresponde) :

Banca	<input type="checkbox"/>	Consumo	<input type="checkbox"/>
Commodities	<input type="checkbox"/>	Industrial	<input type="checkbox"/>
Comunicaciones y Tecnología	<input type="checkbox"/>	Retail	<input type="checkbox"/>
Constructoras e Inmobiliarias	<input type="checkbox"/>	Utilities	<input type="checkbox"/>
Otro sector:			<input type="checkbox"/>

La sociedad es parte de un grupo financiero:	NO	<input type="checkbox"/>	SI	<input type="checkbox"/>
La sociedad pertenece al IPSA :	NO	<input type="checkbox"/>	SI	<input type="checkbox"/>
Es filial de una sociedad extranjera :	NO	<input type="checkbox"/>	SI	<input type="checkbox"/>
			Indicar país:	<input type="text"/>
Si la respuesta anterior es afirmativa, indique si en el país en que se encuentra la sociedad matriz existe un Código de Gobierno Corporativo establecido por la autoridad reguladora (Comisión de Valores):	NO	<input type="checkbox"/>	SI	<input type="checkbox"/>
La sociedad tiene un Código de Ética	NO	<input type="checkbox"/>	SI	<input type="checkbox"/>
La sociedad tiene un Código de Gobierno Corporativo propio	NO	<input type="checkbox"/>	SI	<input type="checkbox"/>
El directorio posee un reglamento interno que contiene una definición explícita de su misión, deberes, obligaciones y funciones.	NO	<input type="checkbox"/>	SI	<input type="checkbox"/>

La encuesta ha sido respondida por: (marcar con X el recuadro que corresponda)	
Director – controlador	
Director - Independiente	
Gerente General	
Gerente	
Otro (Especificar cargo)	

II. ENCUESTA

Se solicita responder considerando las prácticas aplicadas durante el año 2009.

Para responder las preguntas N° 1 a la N° 15 marque con una X en el recuadro que mejor refleje su respuesta según los siguientes criterios:

4 = Total cumplimiento : En la sociedad se cumple al 100% lo indicado en el ítem.

3 = Medio cumplimiento : En la sociedad se cumple a más del 50 % y menos del 100 % lo indicado en el ítem.

2 = Bajo cumplimiento : En la sociedad se cumple 50 % o menos de lo indicado en el ítem.

1 = Nulo cumplimiento : En la sociedad no se cumple con lo indicado en el ítem.

0 = No Aplica : En la sociedad no se aplica o no existe lo indicado en el ítem.

1.- El Directorio en la orientación estratégica y plan de acción de la sociedad:

	Total	Medio	Bajo	Nulo	N/A
Examina y orienta la estrategia de la sociedad					
Examina los principales planes de acción					
Examina la política de riesgos					
Examina los presupuestos anuales					
Define los objetivos de resultados					
Controla el plan previsto y los resultados de la compañía					
Supervisa los desembolsos de capital, las adquisiciones y desinversiones de mayor cuantía					
Delimita las funciones de los directores y plana ejecutiva, con el fin de evitar duplicidad de funciones					

2.- El Directorio en el control de prácticas de gobierno corporativo (establecidas en leyes, normativas, o por la propia sociedad):

	Total	Medio	Bajo	Nulo	N/A
Controla la eficacia de las prácticas de gobierno corporativo					
Realiza cambios de las prácticas de gobierno corporativo si son necesarias					
Supervisa que las prácticas de gobierno corporativo se ajusten a las leyes y normativa vigentes					
Supervisa que las prácticas de gobierno corporativo se ajusten al código impuesto por la sociedad (cuando éste existe)					
Explica las razones cuando la sociedad no ha implementado prácticas específicas de gobierno corporativo incorporadas en el código (cuando éste existe).					
Evalúa, al menos una vez al año, el desempeño del grupo, los comités activos y a cada miembro del directorio.					
Evalúa al menos una vez al año, el desempeño de los ejecutivos principales (gerentes)					
Identifica las áreas que requieren mejoras en la sociedad					
Desarrolla un plan de mejoras para las áreas defitorias					

3.- El Directorio en la selección, retribución, control y sustitución de los ejecutivos principales:

	Total	Medio	Bajo	Nulo	N/A
Considera las evaluaciones del desempeño de los ejecutivos principales en la determinación de políticas de remuneraciones y de compensaciones					
Selecciona, remunera, y supervisa a los ejecutivos principales					
Efectúa la sustitución, cuando es necesario, de los ejecutivos principales y supervisa la planificación de sucesión					

4.- El Directorio respecto del alineamiento de la retribución (remuneraciones, compensaciones e indemnizaciones) a los ejecutivos principales y a los directores:

	Total	Medio	Bajo	Nulo	N/A
Define la política de retribución que corresponde a los directores					
Revela públicamente la política de retribución que cubre a los directores					
Explica como se alinea la retribución de los miembros del directorio con el interés de largo plazo de la compañía y sus accionistas					
Define la política de retribución (remuneraciones, compensaciones e indemnizaciones) de los ejecutivos principales					
Revela públicamente la política de retribución de los ejecutivos principales					
Explica como se alinea la retribución a los ejecutivos principales con el interés de largo plazo de la compañía y sus accionistas					
Revisa que las retribuciones reales a los ejecutivos principales y a los directores coincidan con la política definida					

5.- Respeto de la formalidad y transparencia del proceso de candidaturas y elección de los miembros del directorio:

	Total	Medio	Bajo	Nulo	N/A
Los accionistas son informados del proceso de candidaturas para la elección de miembros al Directorio					
Los accionistas son informados del rol de cada director elegido					
Los accionistas son informados de la composición y rol de los directores en cualquier comité que constituyan					
Los accionistas son informados de la idoneidad profesional de los candidatos a directores					

6.- El Directorio respecto del control y gestión de los conflictos de interés y transacción con partes relacionadas:

	Total	Medio	Bajo	Nulo	N/A
Identifica los focos de conflictos de interés					
Define y diseña una política de manejo de conflictos de interés					
Define y diseña una política de realización de operaciones con partes relacionadas					
Existe un sistema de controles internos diseñados para facilitar la supervisión y la gestión de potenciales conflictos de interés					
Supervisa un sistema de controles internos diseñados para facilitar la supervisión y la gestión de potenciales conflictos de interés					
Existe un sistema de controles internos diseñados para facilitar la supervisión del uso de activos de la sociedad					
Supervisa un sistema de controles internos diseñados para facilitar la supervisión del uso de activos de la sociedad					
Existe un sistema de controles internos diseñados para facilitar la supervisión de la realización de transacciones entre partes relacionadas					
Supervisa un sistema de controles internos diseñados para facilitar la supervisión de la realización de transacciones entre partes relacionadas					
Informa públicamente sus operaciones con partes relacionadas					

7.- El Directorio respecto de la integridad de los informes contable y financieros de la compañía; de los adecuados sistemas de gestión y de control:

	Total	Medio	Bajo	Nulo	N/A
Supervisa la administración de controles internos para garantizar la integridad de los sistemas de información contables y financieros de la sociedad					
Supervisa que la empresa está dotada con adecuados mecanismos de control, principalmente para la gestión de riesgos y el control financiero y operacional					
Informa al mercado, por lo menos una vez al año, sobre la estructura y políticas de gobierno corporativo (composición, funcionamiento del directorio y prácticas de buen gobierno societario)					
Actúa para obtener la seguridad razonable que la auditoría de los estados financieros ha sido efectuada de una manera independiente y competente					
Desarrolla planes de acción y procedimientos internos para promover el cumplimiento de leyes, reglamentos y normas que sean aplicables a sus miembros					
Desarrolla planes de acción y procedimientos internos para promover el cumplimiento del Código de Ética de la sociedad (si éste existe)					
Desarrolla planes de acción y procedimientos internos para promover el cumplimiento del Código de gobierno corporativo de la sociedad (si éste existe)					

8.- El Directorio respecto de la supervisión del proceso de divulgación de información y de las comunicaciones:

	Total	Medio	Bajo	Nulo	N/A
Establece claramente las funciones y responsabilidades que competen al directorio y/o plana ejecutiva en materias de divulgación y comunicación de información al mercado					
Aprueba las políticas y normas internas referidas al tipo de información que será divulgada para los inversionistas					
Aprueba cualquier modificación al Manual de manejo de información de interés para el mercado					
Califica cuáles son los hechos esenciales					
Establece el carácter de reservado a ciertos hechos o antecedentes					
Sanciona las infracciones cometidas por parte de directores o ejecutivos principales a las disposiciones del Manual de manejo de información de interés para el mercado					
Supervisa los sistemas implementados para garantizar que la información al mercado sea comunicada de forma oportuna					

9.- De la actuación independiente en el directorio

En estos ítems se considera el carácter de director independiente y comité de directores, al que se refiere la Ley 18.046 en el artículo 50 bis. Responder independientemente si la sociedad legalmente está obligada o no cumplir las disposiciones contenidas en el artículo mencionado.

	Total	Medio	Bajo	Nulo	N/A
La sociedad identifica y comunica cuáles son los directores independientes					
La sociedad comunica los criterios de apreciación sobre los miembros del Directorio que juzga independientes					
La sociedad realiza las gestiones necesarias para verificar que los directores designados como independientes no posean inhabilidades para ejercer su rol.					

Indicar el número total de directores y el número de directores independientes

Total de directores	Total directores independientes

10.- Señale el status del cumplimiento de las disposiciones contenidas en el artículo 50 bis de la Ley 18.046

Cumple, por que está obligada legalmente a designar al menos un director independiente y comité de directores
Cumple, pero se somete voluntariamente a las normas de este artículo
No cumple

11.- Responsabilidades de los directores:

	Total	Medio	Bajo	Nulo	N/A
Supervisan la integridad del Informe financiero y no financiero.					
Supervisan la auditoría externa					
Revisan y administran transacciones entre partes relacionadas					
Revisan y administran auto contratos					
Nombran a los ejecutivos principales					
Proponen la remuneración del Directorio a la Junta de Accionistas					
Establecen la remuneración de los ejecutivos					
Los accionistas pueden pedir cuenta al Directorio si sus miembros no han cumplido adecuadamente sus responsabilidades					
Establecen una política de sanciones diseñada acorde al grado o tipo de incumplimiento de los deberes como director					
Adopta las medidas necesarias para informar a sus accionistas los procedimientos que cuentan para hacer efectiva la protección de sus derechos					

12.- De los Comités

	Total	Medio	Bajo	Nulo	N/A
Se divulga el mandato de los miembros del Directorio, cuando se crean comités.					
Se divulga la composición de los principales comités permanentes y ad hoc del Directorio					
Se divulga el procedimiento de trabajo de los comités permanentes y ad hoc del Directorio					
La divulgación correspondiente se realiza en el Informe de la compañía sobre sus prácticas de gobierno corporativo					
Se promueve la constitución de comités específicos para examinar cuestiones que impliquen un conflicto potencial de intereses.					

13.- De la información que la sociedad debe revelar sobre los directores:

	Total	Medio	Bajo	Nulo	N/A
Información completa sobre la ocupación que le corresponde a cada miembro del Directorio cuando integra varios Comités					
Información general sobre el trabajo o actividad principal de cada director si éste lo tuviere					
Información sobre otros cargos de cada director mantenidos al mismo tiempo					
Información del registro de asistencia a las reuniones de Directorio					
Información del registro de asistencia a las reuniones de comités					
Información de cualquier otro trabajo emprendido a nombre del Directorio					
Información de la remuneración asociada a ese otro trabajo emprendido a nombre del Directorio					

14.- De la capacitación de los directores:

	Total	Medio	Bajo	Nulo	N/A
Al tomar posesión del cargo tienen un programa de capacitación que les permita cumplir sus deberes individuales					
Durante el desempeño de su cargo tienen un programa de capacitación que les permita cumplir sus deberes individuales					
Se limita el número de directorios a los que un mismo director puede pertenecer					

15.- Del acceso de los directores a información precisa, relevante y oportuna para cumplir sus responsabilidades:

	Total	Medio	Bajo	Nulo	N/A
Los miembros del Directorio disponen de la información que ellos consideran relevante para cumplir sus responsabilidades					
En la divulgación a los miembros del Directorio, el código de ética de la sociedad prohíbe la demora o la retención de información relevante.					
En actividades inusuales en los negocios, asesores calificados les proveen asesoría oportuna a los miembros del Directorio (sin costo para ellos)					
A los miembros del Directorio que se les pide participar en comités independientes pueden mantener asesores independientes cuando ellos ven una necesidad					
La sociedad ha efectuado pagos a asesores independientes de miembros del Directorio en el ejercicio de sus cargos en comités					
La asesoría realizada por asesores independientes a los miembros del Directorio es pagada por la sociedad					

16.- De la información que se provee a los accionistas para que puedan decidir:

	Total	Medio	Bajo	Nulo	N/A
La sociedad proporciona la información significativa con suficiente antelación a las reuniones para permitir las decisiones de modificaciones de estatutos					
La sociedad proporciona la información significativa con suficiente antelación a las reuniones para permitir las decisiones en la emisión de nuevas acciones					
La sociedad proporciona la información significativa con suficiente antelación a las reuniones para permitir las decisiones sobre transacciones extraordinarias					
La sociedad permite a todos los accionistas presentar propuestas y resoluciones para su revisión en la junta de accionistas.					
La sociedad permite presentar propuestas para su revisión en la junta de accionistas considerando solamente lo señalado en la Ley.					

17.- Medios por los cuales se provee a los accionistas la Información indicada en la pregunta anterior.

(Marque con una X la (s) alternativa(s) que correspondan)

Carta certificada	
Carta simple	
Página Web	
Correo electrónico	
Otros medios	
Especificar Otros:	

18.- Indique el número de juntas extraordinarias de accionistas realizadas por la sociedad durante el año 2009.

	Número
Juntas extraordinarias de accionistas	

19. ¿La sociedad cuenta con algún procedimiento interno (reglamentos, estatutos, códigos, entre otros) que considere la aplicación de sanciones por incumplimiento de los deberes como director?

NO

SI

En caso de responder "SI", Indicar el número de sanciones aplicadas a algún director de la sociedad, durante los últimos 3 años.

	Nº de sanciones en 2007	Nº de sanciones en 2008	Nº de sanciones 2009
Sanciones aplicadas por la sociedad			

¿Alguna de las sanciones aplicadas mencionadas en el cuadro anterior, fue objeto de reclamo o recurso ante los tribunales ordinarios de justicia?

NO

SI

Describa la situación específica.....

20. De la resolución de conflictos

Indique el número de casos de conflictos de interés que fueron materia de discusión por parte del directorio el año 2009

Número de conflictos de Interés	
---------------------------------	--

21.- Tipo de comités existentes integrados por directores

(Marque con una X cuando exista el Comité en la sociedad. Puede marcar más de una alternativa)

De directores (Ley 18.046. Art. 50 bis)	<input type="checkbox"/>
De Auditoría	<input type="checkbox"/>
De Nombramiento o nominación	<input type="checkbox"/>
De retribución o compensación	<input type="checkbox"/>
Otros	<input type="checkbox"/>
Especificar Otros:	

22.- Número de integrantes del Comité

Tipo de Comité	Nº Integrantes	Nº de directores independientes
De directores (Ley 18.046. Art. 50 bis)		
De Auditoría		
De Nombramiento o nominación		
De retribución o compensación		
Otros		
Especificar Otros:		

23.- Califque asignando una puntuación a cada afirmación que se señala a continuación, según lo siguiente

1- Totalmente en desacuerdo; 2- En desacuerdo; 3- Indiferente; 4- De acuerdo; 5- Totalmente de acuerdo

a) "La existencia de un Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo establecido por el organismo regulador bajo el principio de Cumplir o Explicar".

En el Código antes señalado se solicitaría a las sociedades señalar el grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de ellas.

Aumenta la confianza de los inversionistas en el mercado de capitales	
Aumenta el valor de mercado de la sociedad	
Disminuye las asimetrías de información	
Mejora el gobierno corporativo de cada sociedad	
Produce creación de valor en la empresa	
Protege a los inversionistas minoritarios	
Facilita el cumplimiento de las leyes y normativa vigente en el mercado de valores	

Indicar otro(s) efecto(s):

--

b) "La revelación de un índice del grado de cumplimiento de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo"

Es necesario para proporcionar rápida información comparativa a los inversionistas del país y del extranjero	
Es necesario para proporcionar rápida información comparativa a los stakeholders	
Es una práctica necesaria en el contexto de la transparencia de la información	

Indicar otro (s) aspecto(s):

24.- Realice cualquier comentario adicional que estime pertinente.

Anexo 10. Ficha Técnica del cuestionario consensuado con la SVS, en 2010

PÚBLICO OBJETIVO:

Miembros del Consejo; gerentes generales; gerentes de áreas de las sociedades cotizadas chilenas.

OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN:

- Conocer el grado de cumplimiento de los criterios esenciales de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE en las sociedades anónimas cotizadas; particularmente en la materia referida a las Responsabilidades del Directorio.
- Conocer el grado de aceptación de la existencia de un Código o Manual de Buenas prácticas aplicado por el organismo fiscalizador (SVS).
- Conocer el grado de aceptación de la existencia de un indicador de buenas prácticas de gobierno corporativo societario.

ORIGEN DEL CUESTIONARIO:

Tablas formuladas en el estudio “Incorporación de los principios de gobierno corporativo de la OCDE en el marco legal y normativo chileno”.

La elección de la técnica ha tenido en cuenta varios factores, tales como: el tiempo y recursos materiales de los cuáles dispone el investigador; la accesibilidad a las personas que provean los datos, así como la fiabilidad y representatividad de los datos obtenidos en la resolución del problema formulado, y todas las ventajas y desventajas atribuidas a cada una de ellas.

La dificultad para encuestar personalmente o por teléfono a los miembros del colectivo objeto de estudio, hace que se elija el medio electrónico. En este caso el envío del cuestionario y la recepción de su respuesta serán a través del sistema de envío de información en línea SEIL que posee la Superintendencia de Valores y Seguros en Chile.

METODOLOGÍA:

Metodología utilizada para estudiar el problema planteado, es la encuesta que se realiza mediante la aplicación de un cuestionario, a través de la Superintendencia de Valores y de Seguros de Chile (SVS) a las sociedades inscritas en el registro de la entidad.

La encuesta es la metodología cuantitativa más utilizada para la obtención de información primaria (Fernández, 2002).

CONSTRUCCIÓN DEL CUESTIONARIO:

A partir de los criterios esenciales formulados en la Metodología para la evaluación de la implementación de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, se han generado las

preguntas. Largos planteamientos fueron fragmentados en preguntas más cortas, claras y precisas para facilitar la respuesta por parte del encuestado.

El cuestionario consta de dos partes, la sección de Identificación y datos generales de la empresa y la sección de las preguntas de la materia. Se ha formulado un cuestionario del tipo mixto, constituido por 24 preguntas. Según el formato de respuesta las preguntas utilizadas son de tipos abiertas, cerradas y mixtas, aunque mayoritariamente son de tipo cerradas para evitar dudas del encuestado al responderla.

Teniendo en cuenta el objetivo de información se han incluido preguntas de tipo introductorio en la primera sección, referida a directores y a códigos de ética y de gobierno corporativo. Se incluye un par de preguntas filtro, que solamente al tener respuesta afirmativa obliga a contestar las siguientes que están relacionadas; además se incorporan preguntas de control con la finalidad de comprobar la exactitud y coherencia de las respuestas obtenidas.

Nº pregunta	Tipo pregunta	Materia
Identificación 4	Filtro	Filial de una empresa extranjera
Identificación 5	Filtrada	Si es filial de extranjera ¿Existe Código Gobierno Corporativo establecido por organismo regulador de la matriz extranjera?
19	Filtro	Procedimiento interno de aplicación de sanciones por incumplimiento de deberes como director
19	Filtrada	Nº de sanciones años 2007; 2008; 2009
		Reclamo de sanciones
		Tipos de sanciones reclamadas
11	Control	Responsabilidades de los directores
23	Control	Existencia de un Código de buenas prácticas. Se plantean 7 afirmaciones sobre el efecto que produciría señalar el grado de seguimiento de las recomendaciones de ese código o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de ellas. Hay cambio del orden de respuestas de escala de mayor a menor, se invierte el sentido.

Para el planteamiento de las respuestas a las preguntas incluidas en el cuestionario se han utilizado dos tipos de escalas:

Escala métrica de intervalo, en aquellas preguntas en que el encuestado debe marcar con una X uno de los posibles criterios (calificaciones) que se indican: Total cumplimiento; Alto cumplimiento; Medio cumplimiento; Bajo Cumplimiento; Nulo cumplimiento; No aplica. A estos criterios se le asignan calificaciones de 5 a 1, ordenadas de mayor a menor. El encuestado valora en esa escala su respuesta a la pregunta formulada.

Escala múltiple, concretamente la escala de Likert que permite medir la opinión del encuestado hacia el tema preguntado, a través de una serie de enunciados que permiten conocer el grado de acuerdo o de desacuerdo con estos (total desacuerdo, desacuerdo, indiferente, acuerdo,

total acuerdo). En el caso de las preguntas, que tienen enunciados afirmativos, se puntúan correlativamente de 1 a 5 (de negativo a positivo).

La extensión del cuestionario es un aspecto importante a considerar, ya que si es muy extenso entorpece el trabajo de campo, la codificación, la tabulación, el análisis de datos y hasta restar validez a la información obtenida ya que la extensión desmotiva a los encuestados, facilitando respuestas poco meditadas (Fernández, 2002). Dado que la solicitud a responder el cuestionario será realizada a través de un organismo fiscalizador del grupo considerado como público objetivo, además que se solicita la identificación de la sociedad, se espera que sea respondida con cuidado y atención. La extensión del cuestionario formulado originalmente por la investigadora de 20 preguntas aumentó a 24, además de otra información a recopilar propuesta por la entidad fiscalizadora.

La entidad fiscalizadora ha formulado en otra ocasión cuestionarios de mayor extensión, por lo tanto, se espera que no sea un factor limitante para obtener las respuestas.

PRE TEST O VALIDACIÓN:

En el proceso de pre test, frente a la dificultad de realizar la validación con quienes finalmente serán encuestados, el instrumento para recopilación de datos fue sometido a prueba a través de un grupo de ayudantes de investigación, alumnos de último año de pregrado, con el objeto de poder corregir posibles errores de redacción, repetición o ambigüedad de las preguntas. Posteriormente fue presentado a investigadores y pares académicos expertos en la materia de sociedades, y a especialistas en construcción de encuestas. El documento formulado fue enviado a la Superintendencia de Valores y de Seguros donde hubo un proceso interno de validación del cuestionario, durante el cual agregaron preguntas y no realizaron objeciones a las formuladas por la investigadora.

El tiempo que requería la lectura, comprensión y respuesta computacional de las preguntas, medido a través de tres personas de distintas características (no especialistas y alguna con dificultades visuales) fluctúa entre los 25 a 42 minutos.

CRITERIOS EVALUADOS:

1. Rol de los consejeros

- En la estrategia y desarrollo del plan de acción de la sociedad
- En el control de prácticas de gobierno corporativo
- En la selección, retribución, control y sustitución de los ejecutivos principales
- En la definición, control, alineamiento y revelación de la retribución a consejeros y a ejecutivos principales.
- En la gestión y control de conflictos de intereses y transacciones con partes relacionadas.
- En los informes contables y financieros de la sociedad, en los sistemas de gestión y control.

- En la divulgación de información y de las comunicaciones con el mercado

2. Funcionamiento del Consejo

- Actuación independiente de los miembros del Consejo
- Información a revelar sobre la actuación de los consejeros, por ejemplo: cargos paralelos; asistencia a reuniones; otras actividades remuneradas
- Capacitación, acceso a información adecuada y disponibilidad para el ejercicio del cargo de consejero
- Incumplimientos de deberes y sanciones

3. Elección del Consejo y existencia de Comités

- Procedimiento y transparencia en la formación de candidaturas y elección de los consejeros
- Tipos de Comités existentes; composición; procedimientos de trabajo

4. Información proporcionada a los accionistas para toma de decisiones

- Sobre modificaciones estatutos; nuevas emisiones acciones; transacciones extraordinarias
- Propuestas de accionistas a las juntas
- Medios utilizados

METODO DE MUESTREO:

Muestreo no probabilístico. Muestreo por juicio.

MUESTRA TOTAL:

Las sociedades cotizadas con mayor liquidez bursátil.

INDICE DE RESPUESTA:

No se espera más de un 10 % (experiencia por ejemplo de McKinsey en 2007, aunque Lefort y Walker, en 2005 alcanzaron un 28% con un cuestionario dirigido a consejeros y gerentes).

DIMENSION DE LA POBLACION:

Todas las sociedades cotizadas que estén inscritas en el registro de la SVS, a la fecha de la aplicación del cuestionario.

TRABAJO DE CAMPO:

Cuestionario administrado por organismo fiscalizador de sociedades cotizadas a través de Sistema de Envío de información en línea (SEIL).

La Superintendencia de Valores y de Seguros mediante la emisión de un instructivo a las sociedades seleccionadas hace la motivación al encuestado a responder voluntariamente.

Elaboración basada en Fernández A., 2002.

Anexo 11. Resultados más relevantes del cuestionario aplicado SVS

NOTA: En algunas preguntas se observa doble numeración, la segunda corresponde a la pregunta del cuestionario original consensuado con la SVS en abril de 2010.

Pregunta N°	Si	No	No responde
2 La sociedad es parte de un holding diversificado:	51,85	48,15	0
3 La sociedad posee filiales:	69,44	30,56	0
5 La sociedad pertenece al IPSA :	25,93	72,22	1,85
6 La sociedad tiene un Código de Ética:	82,41	16,67	0,93
7 La sociedad tiene un Código de Gobierno Corporativo propio:	55,56	43,52	0,93
9 Es filial de una sociedad extranjera:	23,15	75,93	0,93
11 Indique si en el país en que se encuentra la sociedad matriz existe un Código de Gobierno Corporativo establecido por la autoridad reguladora (Comisión de Valores):	17,59	2,78	79,63
15. 3.a.- El Directorio en la selección, retribución, control y sustitución del gerente general y otros ejecutivos principales:			
Selecciona a los ejecutivos principales distintos al gerente general	17,59	67,59	14,81
En caso que no los seleccione, aprueba las propuestas del gerente general en relación a los ejecutivos principales (contratación, despido, ascenso)	63,89	16,67	19,44
Existe una planificación de sucesión de los ejecutivos principales	37,96	46,3	15,74
De existir, supervisa dicha planificación de sucesión de los ejecutivos principales	28,7	48,15	23,15
Solicita el reemplazo, cuando es necesario, de los ejecutivos principales	52,78	32,41	14,81
16. 3.b.- El Directorio, en la selección, retribución, control y sustitución de directores, el gerente general y ejecutivos principales de las filiales:			
Participa en la selección de los ejecutivos principales de las filiales de la sociedad	21,3	55,56	23,15
En caso que no los selecciones, aprueba las propuestas del gerente general en relación a los ejecutivos principales de las filiales de la sociedad (contratación, despido, ascenso)	39,81	30,56	29,63
Supervisa la planificación de sucesión de los ejecutivos principales de las filiales de la sociedad	19,44	54,63	25,93
Solicita el reemplazo, cuando es necesario, de los ejecutivos principales de las filiales de la sociedad	27,78	45,37	26,85
Participa activamente en la selección de directores de las filiales de la sociedad	32,41	41,67	25,93
La sociedad cuenta con un procedimiento formal para la selección de directores de sus filiales	9,26	62,96	27,78
Participa activamente en la determinación de remuneraciones de directores de las filiales de la sociedad	23,15	50	26,85

Continuación Anexo 11. Resultados más relevantes del cuestionario aplicado de gobierno corporativo SVS

Pregunta N°	Si	No	No responde
20. 6.-			
La sociedad, respecto a la utilización de sistemas de votación a distancia:			
Utiliza sistemas de votación a distancia para sus juntas de accionistas en general	2,78	73,15	24,07
Utiliza sistemas de votación a distancia para la elección de directores	4,63	71,3	24,07
Los directores participan en las reuniones de Directorio de manera remota	40,74	37,96	21,3
22.-			
La posición que mantienen en valores de la misma sociedad y entidades del grupo empresarial de ésta -	61,11	8,33	30,56
23.-			
Las transacciones que, directa o indirectamente, realizan con los valores de la misma sociedad y de las entidades del grupo empresarial de ésta	61,11	9,26	29,63
24.-			
La posición que mantienen en valores de los proveedores, clientes y competidores más relevantes de la sociedad	54,63	15,74	29,63
25.-			
Las transacciones que, directa o indirectamente, realizan con los valores de los proveedores, clientes y competidores más relevantes de la sociedad	51,85	17,59	30,56
27.-			
En su opinión: - ¿Cree que la política que establece normas, procedimientos, mecanismos de control y responsabilidades, conforme a las cuales los directores, administradores, gerentes y ejecutivos principales, pueden adquirir o enajenar valores de la sociedad, debiese considerar también valores de los competidores, proveedores y clientes que determine la sociedad?	39,81	30,56	29,63
30. 10.a)			
En caso que la sociedad esté obligada por ley a tener director independiente, responder:			
¿Considera que los conceptos de “montos, volumen o naturaleza relevante” que señala dicho artículo generan ambigüedad en su alcance y por lo tanto dificultan la elección de directores independientes?	21,3	22,22	56,48
¿Considera que los conceptos de “principales competidores, proveedores y clientes de la sociedad” que señala dicho artículo generan ambigüedad en su alcance y por lo tanto dificultan la elección de directores independientes?	16,67	26,85	56,48
¿Considera que los directores independientes que no han sido elegidos con el apoyo de los accionistas mayoritarios debieran abstenerse por un período de al menos un año para ser reelegidos con el apoyo del grupo controlador?	15,74	27,78	56,48
¿Considera que a los directores independientes de una sociedad se les debiera permitir ser directores remunerados de sus filiales?	25	18,52	56,48
32.-			
¿Ha tenido dificultades la sociedad para encontrar candidatos a director que cumplan con el nuevo carácter de independiente que establece la ley?	15,74	37,96	46,3

Continuación Anexo 11. Resultados más relevantes del cuestionario aplicado de gobierno corporativo SVS

Pregunta N°		Si	No	No responde
34. 10.b)	En caso que la sociedad no esté obligada por ley a contar con un director independiente, responder, ¿la sociedad cuenta con directores independientes?	25,93	17,59	56,48
35.-	Dado que la sociedad no está obligada por ley a contar con un director independiente, responder:			
	La sociedad identifica y comunica cuáles son los directores independientes	16,16	8,08	75,76
	Dado que la sociedad no está obligada por ley a contar con un director independiente, responder: - La sociedad comunica los criterios de apreciación sobre los miembros del Directorio que consideró independientes	6,06	18,18	75,76
	Dado que la sociedad no está obligada por ley a contar con un director independiente, responder: - La sociedad realiza las gestiones necesarias para verificar que los directores designados como independientes no posean inhabilidades para ejercer su rol	16,83	6,93	76,24
37. 12.-	De la información que la sociedad entrega a sus accionistas sobre los directores, se incluye:			
	Información completa sobre la ocupación que le corresponde a cada miembro del Directorio cuando integra varios Comités	27,78	31,48	40,74
	Información general sobre el trabajo o actividad principal de cada director si éste lo tuviere	25,93	32,41	41,67
	Información sobre otros cargos de cada director mantenidos al mismo tiempo	24,07	33,33	42,59
	Información del registro de asistencia a las reuniones de Directorio	18,52	38,89	42,59
	Información del registro de asistencia a las reuniones de comités	15,74	41,67	42,59
	Información de cualquier otro trabajo emprendido por encargo del Directorio	16,67	38,89	44,44
	Información de la remuneración asociada a ese otro trabajo emprendido a nombre del Directorio	28,7	27,78	43,52
38. 13.-	De la capacitación de los directores y de la disponibilidad de tiempo para el ejercicio del cargo:			
	Al tomar posesión del cargo deben los directores asistir a un programa de capacitación que les permita cumplir sus deberes individuales (capacitación no necesariamente entregada por la sociedad)	6,48	55,56	37,96
	Durante el desempeño de su cargo, la sociedad le ofrece a los directores un programa de capacitación que les permita cumplir de la mejor manera sus deberes individuales (capacitación no necesariamente entregada por la sociedad)	8,33	52,78	38,89
	Como política de la sociedad, se limita el número de directorios a los que un mismo director de ella puede pertenecer	4,63	56,48	38,89

Continuación Anexo 11. Resultados más relevantes del cuestionario aplicado de gobierno corporativo SVS

Pregunta N°	Si	No	No responde
41. 14.-			
Del acceso de los directores a información precisa, relevante y oportuna para cumplir sus responsabilidades: - Existe una anticipación mínima a las sesiones de directorio en la que los directores deben tener toda la información relevante			
Existe una anticipación mínima a las sesiones de directorio en la que los directores deben tener toda la información relevante	55,56	5,56	38,89
Es la anticipación mínima suficiente para que los directores puedan evaluar adecuadamente la información recibida	50	9,26	40,74
Usted como director cuenta con las herramientas necesarias para informarse a la hora de tomar decisiones relacionadas a temas que no domine técnicamente (capacitaciones, asesorías, etc.)	41,67	9,26	49,07
Los miembros del Directorio a los que se pide participar en comités distintos al comité de directores, pueden mantener asesores independientes (sin costo para los Directores)	17,59	35,19	47,22
En el último año, la sociedad ha contratado a asesores independientes de miembros del Directorio en el ejercicio de sus cargos en comités distintos de comité de directores	14,81	39,81	45,37
La asesoría realizada por asesores independientes a los miembros del Directorio es pagada por la sociedad	28,7	17,59	53,7
44. 17. a)			
En su opinión, la existencia de un Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo establecido por el organismo regulador, bajo el principio de “Cumplir o Explicar” (obligación de las sociedades de seguir las recomendaciones de gobierno corporativo, o en su caso, explicar la razón de la falta de seguimiento de ellas):			
Haría la regulación más costo-eficiente, ya que permite autorregular por la sociedad aspectos que alternativamente podrían establecerse por Ley	48,15	10,19	41,67
Aumentaría la confianza de los inversionistas en el mercado de capitales	50	9,26	40,74
Aumentaría el valor de mercado de la sociedad	34,26	23,15	42,59
Disminuiría las asimetrías de información	43,52	14,81	41,67
Mejoraría el gobierno corporativo de cada sociedad	50,93	7,41	41,67
Protegería a los inversionistas minoritarios	46,3	12,96	40,74
Generaría complementariedades que facilitarían el cumplimiento de las leyes y normativa vigente en el mercado de valores	45,37	12,04	42,59
Fomentaría la participación de la sociedad en el establecimiento de nuevas prácticas de buen gobierno corporativo	48,15	10,19	41,67

Continuación Anexo 11. Resultados más relevantes del cuestionario aplicado de gobierno corporativo SVS

Pregunta N°	Si	No	No responde
45. 17. b) La revelación de un índice del grado de cumplimiento de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo:			
Es necesario para proporcionar información comparativa a los inversionistas del país y del extranjero	39,81	18,52	41,67
Es necesario para proporcionar información comparativa a los stakeholders	45,37	14,81	39,81
Es una práctica necesaria en el contexto de la transparencia de la información	47,22	12,96	39,81
Fomentaría la preocupación por lograr altos estándares de buenas prácticas de Gobierno Corporativo	52,78	7,41	39,81
Sería conveniente que fuera generado por la Bolsa de Valores	25	33,33	41,67
Es necesario que sea publicado por el organismo regulador	37,96	21,3	40,74
47. 19.- ¿La sociedad cuenta con algún procedimiento interno (reglamentos, estatutos, códigos, entre otros) que considere la aplicación de sanciones por incumplimiento de los deberes como director?	7,41	53,7	38,89

Pregunta N°	Total	Alto	Medio	Bajo	Nulo	N/A	No responde
12. 1.a.- El Directorio en la orientación estratégica y plan de acción de la sociedad:							
Diseña la estrategia de la sociedad	24,07	42,59	20,37	6,48	1,85	1,85	2,78
Orienta la estrategia de la sociedad	32,41	48,15	12,96	3,7	0	0	2,78
Evalúa los principales planes de acción	30,56	50	16,67	0,93	0	0	1,85
Controla el nivel de avance del plan previsto de la compañía	33,33	47,22	14,81	2,78	0	0	1,85
Define los objetivos de resultados	36,11	36,11	19,44	3,7	0,93	0,93	2,78
Evalúa los resultados de la compañía	50,93	39,81	4,63	2,78	0	0	1,85
Examina la política de riesgos	33,33	37,04	20,37	4,63	0,93	0	3,7
Establece y evalúa los mecanismos de control interno de la sociedad	26,85	44,44	19,44	6,48	0	0,93	1,85
Participa en la gestión operacional de la sociedad	5,56	21,3	34,26	25,93	9,26	0,93	2,78
Aprueba los presupuestos anuales	63,89	28,7	4,63	1,85	0	0	0,93
Aprueba las inversiones de capital, las adquisiciones y desinversiones de mayor cuantía	69,44	23,15	2,78	0,93	0	1,85	1,85
Aprueba la política de financiamiento (nivel de endeudamiento, tipo de endeudamiento, etc.)	54,63	29,63	9,26	0	1,85	2,78	1,85
Aprueba la política de dividendos	67,59	19,44	1,85	3,7	1,85	4,63	0,93
Aprueba la política de cobertura de riesgos mediante instrumentos derivados	45,37	28,7	7,41	3,7	2,78	8,33	3,7

Continuación Anexo 11. Resultados más relevantes del cuestionario aplicado de gobierno corporativo SVS

Pregunta N°	Total	Alto	Medio	Bajo	Nulo	N/A	No responde
13. 1.b.- El Directorio en la orientación estratégica y plan de acción de las filiales significativas de la sociedad:							
Diseña la estrategia de la filial	8,33	23,15	19,44	11,11	4,63	24,07	9,26
Orienta la estrategia de la filial	14,81	27,78	13,89	8,33	2,78	23,15	9,26
Evalúa los principales planes de acción de la filial	17,59	21,3	17,59	5,56	4,63	23,15	10,19
Controla el nivel de avance del plan previsto de la filial	16,67	24,07	17,59	4,63	4,63	23,15	9,26
Define los objetivos de resultados de la filial	17,59	22,22	18,52	5,56	3,7	23,15	9,26
Evalúa los resultados de la filial	27,78	25,93	8,33	5,56	0	22,22	10,19
Examina la política de riesgos de la filial	19,44	16,67	19,44	8,33	3,7	23,15	9,26
Establece y evalúa los mecanismos de control interno de la sociedad	18,52	23,15	14,81	11,11	2,78	21,3	8,33
Participa en la gestión operacional de la filial	4,63	7,41	20,37	23,15	11,11	23,15	10,19
Aprueba los presupuestos anuales de la filial	25,93	22,22	7,41	5,56	4,63	23,15	11,11
Aprueba las inversiones de capital, las adquisiciones y desinversiones de mayor cuantía	34,26	22,22	7,41	2,78	2,78	21,3	9,26
Aprueba la política de financiamiento (nivel de endeudamiento, tipo de endeudamiento, etc.)	28,7	22,22	6,48	6,48	4,63	23,15	8,33
Aprueba la política de dividendos	28,7	13,89	7,41	7,41	3,7	29,63	9,26
Aprueba la política de cobertura de riesgos mediante instrumentos derivados	25	12,96	10,19	6,48	8,33	28,7	8,33
14. 2.- El Directorio en el control de prácticas de gobierno corporativo (establecidas en leyes, normativas, o por la propia sociedad):							
Controla la eficacia de las prácticas de gobierno corporativo establecidas por ley	25	41,67	17,59	2,78	1,85	0,93	10,19
Controla la eficacia de las prácticas de gobierno corporativo más allá de las establecidas por ley	20,37	26,85	26,85	11,11	1,85	1,85	11,11
Ha desarrollado un código de buenas prácticas propio de la sociedad o ha adherido a un código ya existente desarrollado por alguna entidad externa	27,78	26,85	17,59	4,63	10,19	1,85	11,11
Supervisa que las prácticas de gobierno corporativo se ajusten a dicho código impuesto por la sociedad (cuando éste existe)	16,67	29,63	21,3	3,7	2,78	12,04	13,89
Explica las razones cuando la sociedad no ha implementado prácticas específicas de gobierno corporativo incorporadas en dicho código (cuando éste existe)	13,89	15,74	25	6,48	4,63	19,44	14,81
Realiza cambios en las prácticas de gobierno corporativo si son necesarias	21,3	34,26	24,07	0,93	1,85	5,56	12,04
Evalúa al menos una vez al año el desempeño del directorio en su conjunto, los comités activos y a cada miembro del directorio	12,96	14,81	18,52	14,81	19,44	5,56	13,89
Evalúa al menos una vez al año el desempeño de los ejecutivos principales (gerentes)	28,7	22,22	17,59	12,04	7,41	0	12,04
Identifica las áreas de gobierno corporativo que requieren mejoras en la sociedad	16,67	33,33	20,37	11,11	6,48	0	12,04
Desarrolla un plan de mejoras para las áreas deficitarias	12,04	32,41	23,15	13,89	5,56	0,93	12,04

Continuación Anexo 11. Resultados más relevantes del cuestionario aplicado de gobierno corporativo SVS

Pregunta N°	Total	Alto	Medio	Bajo	Nulo	N/A	No responde
17. 4.- El Directorio respecto de la retribución al gerente general y los ejecutivos principales (remuneraciones, compensaciones e indemnizaciones) y el alineamiento de ésta a los objetivos de la sociedad:							
Define la política de retribución de los ejecutivos principales, además el gerente general	23,15	26,85	11,11	7,41	7,41	2,78	21,3
En la determinación de las políticas de remuneraciones y de compensaciones considera las evaluaciones de desempeño de los ejecutivos principales	18,52	33,33	8,33	5,56	6,48	5,56	22,22
Utiliza la entrega de bonos, stock options u otras remuneraciones variables para los ejecutivos principales	25,93	25,93	8,33	5,56	6,48	6,48	21,3
En la determinación de las políticas de remuneraciones y de compensaciones considera las evaluaciones de desempeño de los ejecutivos principales de las filiales	12,96	25	8,33	7,41	5,56	18,52	22,22
Utiliza la entrega de bonos, stock options u otras remuneraciones variables para los ejecutivos principales de las filiales	16,67	16,67	9,26	7,41	6,48	21,3	22,22
Explica cómo la política de remuneraciones de la sociedad se alinea con el interés de largo plazo de la compañía y sus accionistas	16,67	17,59	18,52	10,19	10,19	4,63	22,22
Revisa que las retribuciones reales a los ejecutivos principales y a los directores coincidan con la política definida	18,52	22,22	12,04	10,19	9,26	5,56	22,22
Revela públicamente la política de retribución de los ejecutivos principales	6,48	8,33	12,04	16,67	25	10,19	21,3
21. 7.a.- El Directorio, respecto del control y gestión de los conflictos de interés y transacción con partes relacionadas:							
Identifica los focos de conflictos de interés	30,56	32,41	5,56	2,78	0,93	2,78	25
Define y diseña una política de manejo de conflictos de interés, más allá de lo que exige la ley en cuanto a su tratamiento y aprobación	17,59	27,78	12,96	6,48	4,63	3,7	26,85
Define y diseña una política de realización de transacciones con partes relacionadas, más allá de lo que exige la ley en cuanto a su tratamiento y aprobación	24,07	20,37	16,67	2,78	6,48	3,7	25,93
Existe un sistema de control interno diseñado para facilitar la supervisión y la gestión de potenciales conflictos de interés	20,37	25,93	13,89	3,7	4,63	3,7	27,78
Vigila, en caso de existir, el funcionamiento del sistema de control interno diseñado para facilitar la supervisión y la gestión de potenciales conflictos de interés	16,67	25	15,74	4,63	2,78	6,48	28,7
Existe un sistema de control interno diseñado para facilitar la supervisión del uso de activos de la sociedad para fines ajenos a ésta	17,59	20,37	19,44	2,78	7,41	4,63	27,78
Vigila el funcionamiento del sistema de control interno, diseñado para facilitar la supervisión del uso de activos de la sociedad para fines ajenos a ésta	14,81	22,22	19,44	2,78	5,56	7,41	27,78
Existe un sistema de control interno diseñado para facilitar la supervisión de la realización de transacciones con partes relacionadas	23,15	24,07	12,04	2,78	3,7	6,48	27,78
Vigila el funcionamiento del sistema de control interno diseñado para facilitar la supervisión de la realización de transacciones con partes relacionadas	20,37	23,15	16,67	2,78	4,63	4,63	27,78

Continuación Anexo 11. Resultados más relevantes del cuestionario aplicado de gobierno corporativo SVS

Pregunta N°	Total	Alto	Medio	Bajo	Nulo	N/A	No responde
28. 8.- El Directorio, respecto de la integridad de los informes contable y financieros de la compañía y de los adecuados sistemas de gestión y de control interno respecto de dichos informes:							
Ha causado que la administración establezca y mantenga sistemas de control interno (políticas y procedimientos) que aseguren (i) la confiabilidad en el registro de las transacciones que sirven de base para la preparación de los estados financieros de la sociedad, (ii) la confiabilidad de la información financiera que se reporta y (iii) la prevención y detección oportuna de adquisición, uso o disposición no autorizados de activos de la sociedad	33,33	22,22	11,11	0,93	0	0	32,41
Supervisa que los controles internos destinados a garantizar la integridad de los sistemas de información contables y financieros de la sociedad sean efectivos	26,85	20,37	13,89	6,48	0	0	32,41
Supervisa que la empresa está dotada con adecuados mecanismos de control, principalmente para la gestión de riesgos y el control financiero y operacional	28,7	22,22	13,89	2,78	0	0	32,41
Informa al mercado, por lo menos una vez al año, sobre la estructura y políticas de gobierno corporativo adoptadas por la entidad (composición, funcionamiento del directorio y prácticas de buen gobierno societario)	15,74	10,19	15,74	11,11	8,33	6,48	32,41
Desarrolla planes de acción y procedimientos, escritos y difundidos internamente, para promover el cumplimiento de leyes, reglamentos y normas que sean aplicables a sus miembros	19,44	21,3	13,89	7,41	3,7	0	34,26
Desarrolla planes de acción y procedimientos, escritos y difundidos internamente, para promover el cumplimiento del Código de Ética de la sociedad (si éste existe)	19,44	20,37	13,89	2,78	3,7	6,48	33,33
Desarrolla planes de acción y procedimientos, escritos y difundidos internamente, para promover el cumplimiento del Código de Gobierno Corporativo de la sociedad (si éste existe)	15,74	16,67	10,19	2,78	5,56	14,81	34,26
Examina los factores de riesgo propios del negocio de la sociedad.	26,85	27,78	10,19	1,85	0	0	33,33
Actúa para obtener la seguridad razonable que la auditoría de los estados financieros ha sido efectuada de manera independiente y competente	30,56	25,93	7,41	2,78	0	0	33,33
29. 9.- El Directorio respecto de la supervisión del proceso de divulgación de información y de las comunicaciones:							
Establece claramente las funciones y responsabilidades que competen al directorio y/o plana ejecutiva en materias de divulgación y comunicación de información al mercado	27,78	20,37	14,81	0,93	0,93	1,85	33,33
Aprueba las políticas y normas internas referidas al tipo de información que será divulgada para los inversionistas	27,78	18,52	12,96	1,85	1,85	3,7	33,33
Aprueba modificaciones al Manual de Manejo de Información de Interés para el Mercado	26,85	20,37	6,48	0,93	3,7	7,41	34,26
Sanciona las infracciones cometidas por parte de directores o ejecutivos principales a las disposiciones del Manual de Manejo de Información de Interés para el Mercado	16,67	15,74	11,11	6,48	2,78	12,96	34,26
Supervisa los sistemas implementados para garantizar que la información al mercado sea comunicada de forma oportuna	25	17,59	10,19	5,56	2,78	5,56	33,33

Continuación Anexo 11. Resultados más relevantes del cuestionario aplicado de gobierno corporativo SVS

Pregunta N°		Total	Alto	Medio	Bajo	Nulo	N/A	No responde
36. 11.-	De los Comités:							
	Se promueve la constitución de comités específicos, adicionales a lo exigido por ley, para examinar materias que impliquen un conflicto potencial de intereses	18,52	11,11	7,41	8,33	12,96	6,48	35,19
	Se promueve la creación de comités funcionales para analizar aspectos relevantes del negocio de la sociedad	21,3	15,74	2,78	6,48	12,96	5,56	35,19
	Queda expresado en el acta de las sesiones de directorio el mandato de los miembros del Directorio cuando se crean comités	18,52	14,81	5,56	5,56	7,41	12,96	35,19
	Se informa en la junta de accionistas el mandato de los miembros del Directorio cuando se crean comités	7,41	12,04	5,56	9,26	12,04	18,52	35,19
	Se producen informes sobre la composición de los principales comités permanentes y ad hoc del Directorio	15,74	18,52	7,41	3,7	7,41	11,11	36,11
	Se producen informes sobre el procedimiento de trabajo de los comités permanentes y ad hoc del Directorio	14,81	16,67	7,41	3,7	11,11	11,11	35,19
	La divulgación de los informes anteriores se realiza en el informe de la compañía sobre sus prácticas de gobierno corporativo	13,89	8,33	8,33	4,63	11,11	18,52	35,19
42. 15.-	De la información que la sociedad provee a los accionistas de la Junta: - Proporciona, con suficiente antelación a las reuniones, más información que la mínima requerida por ley, para que los accionista puedan tomar mejores decisiones en las juntas de accionistas	11,11	24,07	18,52	0,93	3,7	3,7	37,96
				Director no independiente	Director independiente	No responde		
57.-	La encuesta ha sido respondida por:			26,85	15,74	57,41		

Anexo 12. Borrador de la NCG N° 341

REF.: ESTABLECE NORMAS PARA LA
AUTOEVALUACION DEL
CUMPLIMIENTO DE
ESTANDARES DE BUEN
GOBIERNO CORPORATIVO A
LAS SOCIEDADES ANONIMAS
ABIERTAS

NORMA DE CARÁCTER GENERAL N°

A todas las sociedades anónimas abiertas

Teniendo en consideración la importancia que reviste para el mercado de valores que las sociedades cuyas acciones se listan en bolsa cuenten con altos estándares de gobierno corporativo y que los inversionistas tengan suficiente información respecto de aquellas sociedades en que estarán mejor resguardados sus intereses, esta Superintendencia en uso de sus facultades legales, ha estimado pertinente establecer la obligación a las sociedades anónimas abiertas de realizar y difundir de forma amplia su propia evaluación respecto del grado de cumplimiento de los estándares que se incluyen en el Anexo de esta normativa, que voluntariamente decidan adoptar,

El objetivo de esta medida es promover la adopción de estándares de buen gobierno corporativo mediante la entrega al público inversionista de información adecuada respecto de las políticas y prácticas adoptadas por las sociedades anónimas abiertas, y permitir que entidades como las bolsas de valores puedan generar índices, estadísticas o ranking que faciliten a los diversos actores del mercado conocer y evaluar el compromiso de las empresas con éstos,

Para tales efectos, las sociedades anónimas abiertas deberán remitir a esta Superintendencia, en el mismo formato expuesto en el Anexo de esta normativa, una autoevaluación respecto de los principios contenidos en el citado Anexo que la entidad esté adoptando, la forma en que éstos fueron adoptados y, en caso de haber decidido no acogerlos total o parcialmente, las razones que se tuvieron en consideración para ello. Esta información deberá estar referida al año calendario anterior al de su envío y su remisión a este Servicio se deberá realizar a más tardar el 31 de marzo de cada año, a través del módulo SEIL habilitado para estos efectos,

Adicionalmente, tales sociedades deberán poner dicha autoevaluación a disposición del público en su sitio en Internet, bajo un vínculo destacado denominado "Prácticas de Buen Gobierno Corporativo", y remitir tal autoevaluación a las bolsas de valores. En el evento que la bolsa de valores respectiva haya optado por generar nóminas, ranking o índices de empresas con

buen gobierno corporativo, la citada autoevaluación deberá ser remitida en el medio y formato que aquélla defina para esos efectos,

El directorio de la sociedad anónima abierta será responsable de realizar correctamente la evaluación del grado de cumplimiento de cada principio adoptado y de explicar en forma clara y resumida la manera en que se adoptó dicho principio, o las razones por las que decidió no adoptar algunos de ellos.

VIGENCIA

Las disposiciones establecidas en la presente norma, rigen a contar de esta fecha, Por tanto, la primera autoevaluación que deberá ser remitida y publicada será aquella referida al ejercicio que termina el 31 de diciembre de 2012, debiendo ser enviada y publicada en el sitio web respectivo a más tardar el 31 de marzo de 2013.

**FERNANDO COLOMA CORREA
SUPERINTENDENTE**

ANEXO

AUTOEVALUACIÓN DEL CUMPLIMIENTO DE PRINCIPIOS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO

Las entidades deberán indicar su autoevaluación con una "x" en el recuadro del número que considere adecuado, basadas en lo siguiente:

- 1) La entidad optó por no cumplir el principio: La sociedad no ha implementado ni cumple con ninguno de los procedimientos, sistemas, políticas o indicaciones señaladas en el respectivo principio.
- 2) La entidad cumple parcialmente el principio: La sociedad ha implementado o cumple de manera parcial con alguno de los procedimientos, sistemas, políticas o indicaciones señaladas por el respectivo principio, sin llegar a un nivel de cumplimiento sustancial.
- 3) La entidad cumple ampliamente el principio: La sociedad ha implementado sustancialmente los procedimientos, sistemas, políticas o indicaciones señaladas por el respectivo principio, sin llegar a cumplirlo totalmente.
- 4) La entidad cumple completamente el principio: La sociedad ha implementado en su totalidad los procedimientos, sistemas, políticas o indicaciones señaladas por el respectivo principio.

Asimismo, se deberá explicar en forma clara y resumida la forma en que se cumple total, amplia o parcialmente el principio o las razones por las que no se está cumpliendo, según corresponda.

Principio	Evaluación				Explicación
	1	2	3	4	
1. Del adecuado ejercicio del cargo de director en la empresa y de la inducción y preparación para el mismo					
a) El directorio cuenta con un procedimiento establecido y en funcionamiento para la inducción de cada nuevo director, por medio del cual éste se informe respecto de la sociedad, sus negocios, riesgos, políticas, procedimientos, principales criterios contables					

Principio	Evaluación				Explicación
	1	2	3	4	
<p>y del marco jurídico vigente aplicable a la sociedad y al directorio,</p> <p>b) El directorio cuenta con un procedimiento establecido para que un tercero evalúe su funcionamiento y el desempeño de cada director, discutiéndose los resultados de dichas evaluaciones al menos en una reunión anual del directorio,</p> <p>c) El directorio cuenta con un procedimiento establecido y en funcionamiento para garantizar una adecuada continuidad del directorio, ante el reemplazo, incapacidad, ausencia o renuncia de uno o más de sus miembros, que permitan el traspaso adecuado de las funciones e información del director que deja el cargo a los nuevos directores, o de aquél que cambiará sus funciones o que temporal o permanentemente no está en condiciones de continuar cumpliendo su rol,</p> <p>d) El directorio cuenta con una política formal de delegación de autoridad que identifica el tipo de decisiones que por su naturaleza legal, estratégica o funcional no podrán ser tomadas sin la expresa autorización del directorio,</p> <p>e) El directorio cuenta con presupuesto anual suficiente, especialmente asignado a éste para la contratación de expertos en materias contables, financieras y legales que asesoren exclusivamente al directorio,</p> <p>f) El directorio cuenta con un Código de Conducta que: i) describa el comportamiento esperado del director de la entidad; ii) describa lo que se entiende por conflicto de interés; iii) identifique las principales situaciones que constituyen un conflicto de interés; y iv) describa el procedimiento que debe seguir un director para declarar y resolver un potencial conflicto de interés,</p>					

Principio	Evaluación				Explicación
	1	2	3	4	
<p>g) El directorio cuenta con una persona, unidad o sistema al interior de la entidad destinado exclusivamente a proveer a cada director información del funcionamiento y negocios de la entidad, de manera oportuna, confiable y cuando aquélla la requiera. En caso que cuente con una persona o unidad, ésta depende y reporta directamente al directorio. En caso de contar con sistemas, éstos dan garantías de la fidelidad, suficiencia y autenticidad de la información entregada a cada director,</p> <p>h) La entidad ha implementado sistemas o procedimientos con el objeto de que la información que se provee a los directores de ésta esté en idioma inglés, en caso que alguno de los directores no domine el idioma español,</p> <p>i) Ningún director de la entidad desempeña dicho cargo, o el de ejecutivo principal, en algunos de los principales competidores, clientes o proveedores de ésta,</p> <p>j) El directorio se reúne periódicamente durante el ejercicio anual correspondiente, con la empresa de auditoría externa respectiva, para analizar la opinión de ésta en materia de la efectividad de los controles internos de la sociedad y de los criterios contables adoptados por ésta, sin la presencia de los gerentes y ejecutivos principales de la sociedad,</p> <p>k) El directorio ha establecido una política, mediante la cual se define el tiempo mínimo deseable que cada director deba destinar a sus funciones en la entidad y la cantidad máxima de directorios de otras entidades que es recomendable que cada director participe durante el periodo en ejercicio de su cargo, para no descuidar sus deberes con la sociedad. Dicha política y el grado de cumplimiento anual de ésta, por parte de cada director, está a disposición de los accionistas y el público en general.</p>					

Principio	Evaluación				Explicación
	1	2	3	4	
2. De la relación entre la sociedad, los accionistas y el público en general					
<p>a) Para efectos del proceso de postulación y elección de directores, el directorio en ejercicio elabora y pone a disposición de los accionistas, con al menos dos días de anticipación a la junta, un documento que contiene la experiencia y perfil profesional de cada uno de los candidatos a director de la entidad.</p> <p>b) La entidad cuenta con un mecanismo que permite la participación remota y en tiempo real de los accionistas en las juntas de accionistas.</p> <p>c) La entidad cuenta con mecanismos electrónicos que permiten divulgar durante la Junta de accionistas el desarrollo de la misma, de manera que aque[los] accionistas que no puedan asistir tengan conocimiento de lo que en e[lla] acontece,</p> <p>d) La entidad cuenta con una persona, unidad o sistema, encargado exclusivamente de proveer, tanto a los accionistas como al público en general, la información requerida por ley respecto de su situación económica, legal y financiera, los derechos y deberes inherentes a la calidad de accionista y cualquier información que razonablemente le pudieran requerir los accionistas o el público en general.</p> <p>e) La entidad ha implementado sistemas o procedimientos con el objeto de que los accionistas de ésta y el público en general puedan contar con la información que solicitan en idioma español e inglés.</p> <p>f) La entidad cuenta con una página web por medio de la cual los accionistas pueden acceder a toda la información pública disponible de la entidad.</p>					

Principio	Evaluación				Explicación
	1	2	3	4	
3. De la sustitución, retención y compensación de ejecutivos principales					
<p>a) El directorio cuenta con un procedimiento establecido y en funcionamiento para garantizar una adecuada continuidad de la sociedad, ante el reemplazo o pérdida del gerente general o de los ejecutivos principales, que contemple políticas y procedimientos de selección de potenciales reemplazantes internos o externos, de detección, retención y reemplazo de personal crítico, y para el adecuado traspaso de funciones e información del gerente o ejecutivo principal a sus reemplazantes o al directorio,</p> <p>b) En la definición y revisión de las políticas de compensación e indemnización de los gerentes y ejecutivos principales, el directorio ha implementado políticas y procedimientos formales tendientes a prevenir que las estructuras salariales establecidas propendan a incentivar la mayor exposición a riesgos innecesarios por parte del gerente general y los ejecutivos principales o a la comisión de eventuales fraudes.</p>					
4. De la definición, implementación y supervisión de políticas y procedimientos de control interno y gestión de riesgos en la empresa					
<p>a) El directorio ha implementado un Código cuyo objeto es definir los principios que deben guiar las conductas y prácticas de quienes están contratados o desempeñan funciones en la entidad,</p> <p>b) El directorio define e implementa, formalmente y por escrito, políticas, procedimientos y controles destinados a conocer, evaluar y definir el grado de exposición al riesgo de la entidad,</p> <p>c) El directorio cuenta con un Comité dedicado a controlar que la exposición máxima a los</p>					

Principio	Evaluación				Explicación
	1	2	3	4	
<p>riesgos que efectivamente se está asumiendo sea la definida en las políticas establecidas.</p> <p>d) El directorio se reúne periódicamente con la persona, o unidad de la entidad, encargada de verificar que las políticas, procedimientos y controles internos de la sociedad estén siendo efectivamente cumplidos por toda la organización, para conocer la opinión de aquéllos en cuanto a la efectividad, atinencia o eventuales mejoras de tales políticas, procedimientos y controles.</p> <p>e) El directorio informa anualmente a los accionistas los hallazgos materiales resultantes de las actividades de control interno realizadas en el año y la forma en que las falencias detectadas fueron resueltas, o el plan de acción por medio del que se resolverán aquellas no abordadas en el año.</p> <p>f) El directorio informa a los accionistas de los principales riesgos que enfrenta la empresa y los mecanismos, procedimientos y controles utilizados para manejar dichos riesgos.</p> <p>g) La sociedad cuenta con un procedimiento establecido y de conocimiento de todo quien desempeña funciones para ésta, especialmente diseñado para la denuncia de eventuales fraudes, irregularidades o ilícitos al directorio, que dé garantías respecto de la confidencialidad de la identidad del denunciante.</p>					

Anexo 13. Norma de Carácter General N° 341



REF.: ESTABLECE NORMAS PARA LA DIFUSIÓN DE INFORMACIÓN RESPECTO DE LOS ESTÁNDARES DE GOBIERNO CORPORATIVO ADOPTADOS POR LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS ABIERTAS.

NORMA DE CARÁCTER GENERAL N° 341 29 NOV 2012

A todas las sociedades anónimas abiertas

Teniendo en consideración la importancia que reviste para el mercado de valores que las sociedades anónimas abiertas revelen sus estándares de gobierno corporativo, de forma que los inversionistas tengan suficiente información respecto a ello, esta Superintendencia en uso de las facultades contenidas en los artículos 4° letras a) y g) del D.L. N°3.538, 9° de la Ley N°18.045 y 46 de la Ley N°18.046, ha estimado pertinente establecer la obligación para las mencionadas sociedades de difundir al público sus prácticas de gobierno corporativo.

El objetivo de esta medida es proveer información adecuada al público inversionista respecto de las políticas y prácticas de gobierno corporativo adoptadas por las sociedades anónimas abiertas, y permitir que entidades como las bolsas de valores o centros de estudios puedan generar sus propios análisis que, como información adicional, faciliten a los diversos actores del mercado conocer y evaluar el compromiso de las empresas con éstas.

Para tales efectos, las sociedades anónimas abiertas deberán remitir a esta Superintendencia, en el mismo orden y formato expuesto en el Anexo de esta normativa, información respecto de sus prácticas de gobierno corporativo teniendo como parámetro las contenidas en el Anexo, la forma en que éstas fueron adoptadas y, en caso que la sociedad no haya adoptado alguna de ellas, las razones que se han tenido en consideración para ello. Asimismo, las sociedades podrán indicar otras prácticas de gobierno corporativo que hayan sido adoptadas por la entidad y no se encuentren especificadas en el referido Anexo, las que además podrían servir de base para que esta Superintendencia actualice las contenidas en el mismo.

Esta información deberá estar referida al 31 de diciembre del año calendario anterior al de su envío y su remisión a este Servicio se deberá realizar a más tardar el 31 de marzo de cada año, a través del módulo SEIL habilitado para estos efectos.

Adicionalmente, en la misma oportunidad señalada en el párrafo anterior, tales sociedades deberán poner dicha información a disposición del público en su sitio en Internet, en caso de contar con éste, bajo un vínculo destacado denominado "Prácticas de Gobierno Corporativo", y remitir tal información a las bolsas de valores, en el medio que la respectiva bolsa defina para esos efectos.

Superintendencia del Valor de los Valores
S.V.S.
Calle 14 de Julio 1007, Montevideo
Teléfono: (514) 4444 4444
Fax: (514) 4444 4444
www.svs.gub.uy



El directorio de la sociedad anónima abierta será responsable de exponer en forma correcta, precisa, clara y resumida, la manera en que ha adoptado cada práctica, o bien, las razones por las que la entidad decidió no adoptar algunas de ellas, para así asegurar la correcta información del público.

Se hace presente, en todo caso, que esta normativa hace referencia a prácticas que voluntariamente cada administración decida aplicar en consideración a las particularidades de la sociedad para avanzar en el mejoramiento continuo de sus prácticas de gobierno corporativo. En tal sentido, esas prácticas necesariamente deben entenderse sin perjuicio de las obligaciones y responsabilidades legales aplicables a la sociedad, sus directores, gerentes y ejecutivos principales.

EXCEPCIÓN

Las instrucciones contenidas en esta normativa, no serán aplicables a aquellas sociedades que cumplen con las condiciones establecidas por la Norma de Carácter General N° 328 de 2012, ni a aquellas sociedades que sin ser sociedades anónimas abiertas, se rigen por las disposiciones aplicables a éstas. Sin perjuicio de lo anterior, las mencionadas sociedades podrán voluntariamente acogerse a las disposiciones establecidas en la presente normativa.

DISPOSICIÓN TRANSITORIA

La primera remisión y publicación de la información exigida por la presente normativa de aquellas entidades que sean sociedad anónima abierta al 31 de diciembre 2012, deberá efectuarse a más tardar el 30 de junio de 2013 y estar referida al 31 de marzo de 2013.

VIGENCIA

Las disposiciones establecidas en la presente norma, rigen a contar de esta fecha.



Superintendencia de Valores y Seguros
Sede Central
Alameda 1341, Santiago, Chile
Teléfono: +56 2 2340 0000
Fax: +56 2 2340 0001
Correo electrónico: info@svs.cl
www.svs.cl



ANEXO

INFORMACIÓN RESPECTO DE LA ADOPCIÓN DE PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

Las entidades deberán indicar con una "X" su decisión respecto a la adopción de cada práctica, basándose en lo siguiente:

SI) La sociedad está adoptando la práctica: La sociedad ha diseñado procedimientos, sistemas, políticas o condiciones que abordan la mayoría de los elementos descritos en la práctica en cuestión, y éstos se encuentran implementados en un grado significativo.

NO) La sociedad no adopta la práctica o todavía está en vías de hacerlo: La sociedad no ha adoptado la práctica, cuenta con una práctica distinta a la indicada o está en proceso de adopción de ésta pero su diseño o implementación no está en el estado requerido por la definición anterior.

Asimismo, se deberá explicar de manera clara y resumida la forma en que se ha adoptado la práctica, en caso de respuestas afirmativas, o las razones por las que no se ha adoptado o el estado actual de avance sobre la materia y la práctica que está aplicando, según corresponda, en caso de respuestas negativas.

Práctica	Adopción	
	SI	NO
1. Del funcionamiento del Directorio		
A. De la adecuada y oportuna información del directorio, acerca de los negocios y riesgos de la sociedad, así como de sus principales políticas, controles y procedimientos.		
a) El directorio cuenta con un procedimiento/mecanismo para la inducción de cada nuevo director, por medio del cual éste se informe respecto de la sociedad, sus negocios, riesgos, políticas, procedimientos, principales criterios contables y del marco jurídico vigente más relevante y aplicable a la sociedad y al directorio.		
Explicación:		

Aprobado por el Directorio
 el día 3 de mayo de 2011
 en la ciudad de Bogotá, D.C.
 Firmado por: _____
 Directorio



Práctica	Adopción	
	SI	NO
<p>b) El directorio cuenta con una política para la contratación de asesores especialistas en materias contables, financieras y legales que, entre otros aspectos, contemple la asignación de un presupuesto especial y suficiente para esos efectos. Además, dicha política es revisada anualmente, en función de las necesidades que para ello se prevean.</p>		
Explicación:		
<p>c) El directorio se reúne al menos semestralmente con la empresa de auditoría externa a cargo de la auditoría de los estados financieros para analizar:</p> <ul style="list-style-type: none"> i. El programa o plan anual de auditoría. ii. Eventuales diferencias detectadas en la auditoría respecto de prácticas contables, sistemas administrativos y auditoría interna. iii. Eventuales deficiencias graves que se hubieren detectado y aquellas situaciones irregulares que por su naturaleza deban ser comunicadas a los organismos fiscalizadores competentes. iv. Los resultados del programa anual de auditoría. v. Los posibles conflictos de interés que puedan existir en la relación con la empresa de auditoría o su personal, tanto por la prestación de otros servicios a la sociedad o a las empresas de su grupo empresarial, como por otras situaciones. <p>Con todo, se deberá explicar las materias que son analizadas en sesiones de directorio sin la presencia de gerentes o ejecutivos principales.</p>		
Explicación:		
B. Del correcto funcionamiento del directorio y su continuidad ante la ausencia de uno o más de sus miembros.		
<p>a) El directorio cuenta con un procedimiento establecido para detectar e implementar eventuales mejoras en el funcionamiento del directorio en su conjunto y ese proceso es realizado al menos una vez al año por una persona o entidad ajena a la sociedad.</p>		
Explicación:		

Calle 14 de Julio, Barrio
 El Trébol, 11139
 Pinar del Río, CUBA
 Teléfono: (520 317) 4006
 Fax: (520 317) 4004
 E-mail: svs@svs.com.cu
 www.svs.com.cu



Práctica	Adopción	
	SI	NO
<p>b) El directorio ha establecido una política mediante la cual se propone a los directores el tiempo mínimo mensual que, en su opinión, es deseable que cada director deba destinar exclusivamente al cumplimiento de dicho rol en la sociedad, en atención a las características particulares de ésta.</p> <p>Con todo, se deberá indicar si esa política está o no a disposición de los accionistas y el público en general.</p> <p>Explicación:</p>		
<p>c) El directorio cuenta con un mecanismo/procedimiento para mantener documentados de manera adecuada, los fundamentos, elementos y demás información de la sociedad que se hayan tenido en vista o se estén considerando para adoptar los diversos acuerdos del directorio, a objeto de evitar que como consecuencia del reemplazo, incapacidad, ausencia o renuncia de uno o más de sus miembros, se afecte la normal y oportuna toma de decisiones del mismo.</p> <p>Explicación:</p>		
<p>C. Tratamiento por el directorio de los potenciales conflictos de interés que puedan surgir en el ejercicio del cargo de director</p>		
<p>a) El directorio se rige por un Código de Conducta que como mínimo: i) identifica las principales situaciones que configuran un conflicto de interés; y ii) describe el procedimiento que debe seguir un director para declarar y resolver un conflicto de interés. Dicho Código, se refiere al menos a situaciones que, a pesar de no estar específicamente contenidas en la ley, de ser mal resueltas, podrían terminar afectando el interés social.</p> <p>Con todo, se deberá indicar si ese Código de Conducta está o no a disposición de los accionistas y el público en general.</p> <p>Explicación:</p>		



SE
S
S

Práctica	Adopción	
	SI	NO
D. Otras prácticas adoptadas por la sociedad, referidas a las materias de este numeral (No más de 5)		
2. De la relación entre la sociedad, los accionistas y el público en general		
A. De la información que requieren los accionistas e inversionistas para la adecuada toma de decisiones, y de los mecanismos que facilitan la participación de los accionistas en las juntas de accionistas.		
a) Para efectos del proceso de postulación y elección de directores, el directorio cuenta con una política y procedimiento a objeto que el gerente general elabore y ponga a disposición de los accionistas, con al menos dos días de anticipación a la junta, un documento que contenga la experiencia y perfil profesional de los candidatos a director que, hasta ese momento, hayan provisto dicha información a la sociedad.		
Explicación:		
b) La sociedad cuenta con un mecanismo que permite la votación remota y participación en tiempo real de los accionistas en las juntas de accionistas.		
Explicación:		
c) La sociedad cuenta con mecanismos electrónicos que permiten divulgar oportunamente al mercado, en el transcurso de la junta de accionistas, los acuerdos que se adopten, así como otros sucesos de relevancia que ocurran durante ésta.		
Explicación:		

SE
S
S
6
SE
S
S



Práctica	Adopción	
	SI	NO
d) La sociedad cuenta con una persona, unidad o sistema cuyo objetivo principal es responder de manera oportuna a las inquietudes que razonablemente manifiesten los accionistas e inversionistas nacionales o extranjeros, respecto de la situación, marcha y negocios públicamente conocidos de la entidad, indicándoles además dónde pueden obtener la información que por ley puede ser provista a los accionistas y al público en general.		
Explicación:		
e) El directorio cuenta con un procedimiento formal para analizar y evaluar la suficiencia, oportunidad y pertinencia de las diversas revelaciones que la entidad realiza al mercado, a objeto de mejorar permanentemente la información de la sociedad que se provee al público en general.		
Explicación:		
f) La sociedad cuenta con una página web actualizada por medio de la cual los accionistas pueden acceder a toda su información pública, de manera sencilla y de fácil acceso.		
Explicación:		

Informe de Gestión
 2013-2014
 Página 7
 Informe de Gestión
 2013-2014
 Informe de Gestión
 2013-2014



SECRETARÍA DE ECONOMÍA
ESTADOS UNIDOS MEXICANOS

Práctica	Adopción	
	SI	NO
B. Otras prácticas adoptadas por la sociedad, referidas a las materias de este numeral (No más de 5)		
3. De la sustitución y compensación de ejecutivos principales		
A. De los procedimientos de sucesión y de las políticas y planes de compensación de los ejecutivos principales.		
a) El directorio cuenta con un procedimiento para facilitar el adecuado funcionamiento de la sociedad ante el reemplazo o pérdida del gerente general o de ejecutivos principales. Tal procedimiento contempla políticas y mecanismos de selección de potenciales reemplazantes y el adecuado traspaso de funciones e información del gerente o ejecutivo principal a sus reemplazantes o al directorio.		
Explicación:		
b) El directorio ha establecido directrices y procedimientos formales tendientes a prevenir que las políticas de compensación e indemnización de los gerentes y ejecutivos principales, generen incentivos a que dichos ejecutivos expongan a la sociedad a riesgos que no estén acorde a las políticas definidas sobre la materia o a la comisión de eventuales ilícitos.		
Explicación:		

SECRETARÍA DE ECONOMÍA
ESTADOS UNIDOS MEXICANOS
Plaza de las Financas 8
Paseo de la Reforma 222, México, D.F. 06600
Tel: (52 55) 5041 2000
www.sefi.gob.mx



SECRETARÍA DE ECONOMÍA

Práctica	Adopción	
	SI	NO
B. Otras prácticas adoptadas por la sociedad, referidas a las materias de este numeral (No más de 5)		
4. De la definición, implementación y supervisión de políticas y procedimientos de control interno y gestión de riesgos en la empresa		
A. De la administración adecuada de los riesgos inherentes a los negocios que realiza la entidad y de la adopción de las medidas que correspondan a objeto que los riesgos finalmente asumidos por la misma, se enmarquen dentro de las políticas definidas al efecto.		
a) La sociedad cuenta con políticas y procedimientos formales para la administración de sus riesgos, siendo el personal atingente, independiente del vínculo contractual que lo una con la sociedad, debidamente informado y capacitado respecto de tales materias. Además, dichas políticas y procedimientos son revisados periódicamente y actualizados, si correspondiere.		
Explicación:		
b) El directorio cuenta con un Comité o unidad que le reporte directamente, dedicado a controlar que las políticas y procedimientos, referidos en la letra anterior, se cumplan y que por ende, la exposición a los riesgos efectivamente asumidos, sea acorde a lo definido en tales políticas.		
Explicación:		
c) La sociedad cuenta con un procedimiento establecido y conocido por todo su personal, cualquiera sea el vínculo contractual con ella, especialmente diseñado para la denuncia de eventuales irregularidades o ilícitos, que dé garantías respecto de la confidencialidad de la identidad del denunciante.		
Explicación:		

Av. Libertador Bv. Sucre
 Ciudad de Buenos Aires, C.A.B.A.
 Argentina
 Teléfono: (54) (0)11 4753-4000
 Fax: (54) (0)11 4753-4100
 e-mail: se@se.gov.ar
 www.se.gov.ar



INSTITUTO VENEZOLANO
DE INVESTIGACIONES CIENTÍFICAS

Práctica	Adopción	
	SI	NO
d) El directorio ha implementado un Código de Conducta Ética, que define los principios que guían el actuar de todo su personal, independiente del vínculo contractual con ella, y cuenta con procedimientos adecuados para capacitar a su personal respecto de tales principios.		
Explicación:		
B. Otras prácticas adoptadas por la sociedad, referidas a las materias de este numeral (No más de 5)		
5. Otras prácticas adoptadas por la sociedad, que no están referidas a las materias antes señaladas (No más de 5)		

INSTITUTO VENEZOLANO DE INVESTIGACIONES CIENTÍFICAS
CALLE 2125
CAROLINA, VENEZUELA
TEL: (0212) 912.1100
FAX: (0212) 912.1101
WWW.IVC.VZLA.GOV.VE