

Transparencia Corporativa

Colombia 2012

IdN

INTELIGENCIA
DE NEGOCIOS

EQUIPO IdN

Rodrigo Díaz C.	Director
Paulina Parra	Analista
Natalia Pinto	Analista
Carolina Allende	Analista
Ricardo De La Vega	Periodista
Margarita Álvarez	Corrector de Texto

CONTENIDO

Presentación.....	4
1. Introducción.....	5
2. Marco Teórico.....	7
a. Valor Corporativo.....	7
b. Riesgo Corporativo.....	9
c. Criterio de Selección.....	11
3. Meta Indicador.....	12
a. Transparencia Corporativa.....	12
b. Sofisticación de Contenidos.....	13
c. Credibilidad Corporativa.....	14
d. Actualización de Contenidos.....	15
4. Transparencia.....	16
a. Resultados 2012.....	17
b. Dispersión de Datos.....	19
c. Sectores.....	19
d. Casos Destacados.....	20
5. Sofisticación de Contenidos.....	21
a. Resultados.....	21
b. Brechas.....	23
6. Credibilidad.....	24
a. Resultados.....	24
b. Dispersión de Datos.....	25
c. Sectores.....	27
7. Actualización de Contenidos.....	28
a. Resultados y Tendencia.....	28
8. Valor vs. Riesgo.....	29
9. Conclusiones y Desafíos.....	30
Ranking Colombia.....	32
Anexos.....	34
Compañías Globales 2012.....	34
Metodología.....	35
Bibliografía.....	39

AGOSTO 2021

PRESENTACIÓN

En septiembre del 2011, se llevó a cabo el evento "Transparencia Corporativa: Exigencias del Escenario Actual", en el que I^dN Inteligencia de Negocios presentó los resultados del "Informe 2011 de Transparencia Corporativa en Chile" y KPMG Chile presentó el estudio sobre "Fraude y Corrupción en el Sector Privado".

Esta iniciativa dio pie para la construcción de una alianza estratégica de largo plazo entre I^dN Inteligencia de Negocios, KPMG Chile y Transparencia Internacional [por medio de su capítulo chileno].

El objetivo de esta alianza es fomentar la transparencia en el sector privado Latinoamericano y elevar la valoración de la transparencia como valor social. Y el camino escogido para hacerlo es por medio de instancias que impulsen los círculos virtuosos destinados a la creación de una cultura de la transparencia a nivel social y en particular, en las empresas más importantes del continente.

Para esto, se ha optado por ir ampliando paulatinamente el foco de investigación incluyendo a los mercados bursátiles más importantes de la región, pero partiendo por aquellos que están formando en lo que se dado a conocer como el Mercado Integrado Latinoamericano [MILA].

Esto significa que en 2012 se contará con un indicador de Transparencia Corporativa para empresas de Colombia, Chile y Perú, con un reporte para cada país.

Desde el punto de vista metodológico, cabe señalar que en esta edición se han hecho perfeccionamientos en dos aspectos. Primero, incorporando un mayor nivel de exigencia a los contenidos corporativos a transparentar, en especial en materia de Responsabilidad Empresarial [social y ambiental] y Gobierno Corporativo. Y segundo, por medio de la incorporación de un nuevo registro para el contenido transparentado: su grado de actualización.

Esto significa que, en 2012, el meta indicador registrará cuatro dimensiones del contenido de manera simultánea: transparencia, credibilidad, sofisticación y actualización de los contenidos corporativos.

A través de esta iniciativa, esperamos resaltar la importancia de la transparencia como valor social en el sector privado y así contribuir a que cada día, más instituciones en Colombia, tomen consciencia de los enormes beneficios que tiene llevar a cabo una política de transparencia corporativa en estándares equivalentes al que se observan en mercados más desarrollados.

I^dN Inteligencia de Negocios
KPMG Chile

1. INTRODUCCIÓN

En junio de 2012 se cumplieron 10 años de la promulgación de la Ley Sarbanes-Oxley [S-Ox], la cual tiene por objeto evitar la manipulación de los precios bursátiles -por la vía de prácticas contables dudosas- y proteger a los inversionistas.

La S-Ox fue una respuesta legislativa a los vacíos legales revelados por los escándalos de Enron, Tyco y Worldcom, entre otros, e introdujo la creación de una comisión encargada de supervisar las auditorías de las compañías que cotizan en bolsa, la obligación de transparentar la tenencia de títulos accionarios y opciones que están en manos de directivos, ejecutivos y empleados claves de la compañía, y el endurecimiento de la responsabilidad civil ante el incumplimiento de la Ley. Y si bien esta Ley no garantiza el fin de los fraudes corporativos en EE.UU., ha reducido fuertemente los incentivos para nuevas ocurrencias, pero para las empresas no ha estado exenta para cumplir con estas exigencias.

En julio de 2011 entró en vigencia la Ley Antisobornos del Reino Unido [Bribery Act] la cual -desde otra perspectiva- desincentiva los fraudes haciendo responsables a personas y empresas con negocios relacionados con el Reino Unido ya sea por la ejecución de sobornos como por no hacer todo lo posible para evitarlos.

La ley ha sido considerada como "la legislación anticorrupción más dura del mundo" al elevar el nivel por encima del estándar establecido por ley en Estados Unidos sobre prácticas corruptas. Y sus críticas apuntan a que ésta puede mermar la competitividad de la industria británica en el mercado global, especialmente en lo que se refiere a pagos de viáticos y hospedajes, los que eventualmente podrían ser considerados como conductas reñidas con la ética.

Como complemento de lo anterior, surgieron una serie de recomendaciones de buenas prácticas de gobiernos corporativos suscritas por agrupaciones empresariales, organismos multilaterales e incluso gobiernos, las cuales han servido de guías para que las empresas adopten mejores formas de manejo corporativa y eleven sus estándares de transparencia, con miras a igualar a las condiciones de acceso a la información corporativa por parte de los accionistas minoritarios y grupos de interés.

Colombia no estuvo exenta de esta tendencia y en el año 2007, la Confederación de Cámaras de Comercio de Colombia [CONFECAMARAS] lideró un trabajo conjunto entre ANDI, Asobancaria, Asofiduciarias, Asofondos, la Bolsa de Valores de Colombia, Fasecolda y la Superintendencia Financiera de Colombia para generar un Código de Mejores Prácticas Corporativas.

Por su parte, el capítulo colombiano de Transparencia Internacional, Transparencia por Colombia, ha desarrollado varias iniciativas en el sector privado como Programas de Ética Organizacional, Acuerdos Sectoriales Anticorrupción y el Índice de Transparencia para Empresas de Servicios

Públicos. Este último pretende medir la transparencia en la gestión empresarial y el grado de formalización de acciones de autorregulación en materia de ética organizacional.

Este año, Transparencia Internacional ha publicado un reporte titulado "Transparency in Corporate Reporting: Assessing the World's Largest Companies", en el cual señala: "La adopción de una mayor transparencia corporativa –informando públicamente sobre sus actividades y operaciones– las empresas proporcionan información necesaria para que inversionistas, periodistas, activistas y ciudadanos vigilen su comportamiento" [pág.4]¹.

Este es el valor de Transparencia Corporativa. El que permite hacerse una correcta idea del valor de la compañía, de sus negocios, de su gobierno corporativo, de su sustentabilidad y de los riesgos que implica invertir en ella.

¹ By adopting greater corporate transparency –publicly reporting on activities and operations– companies provide the necessary information for investors, journalists, activists and citizens to monitor their behavior.

2. MARCO TEÓRICO

En la práctica, los inversionistas [locales e internacionales] reparten su capital en un gran número de instrumentos financieros como una manera de reducir el riesgo diversificando sus inversiones². Para hacer esto consideran todas las alternativas disponibles: renta fija, renta variable, distintas monedas, distintos países, distintos sectores, etc.

En lo que respecta a las inversiones en renta variable, los inversionistas generalmente las reparten en diferentes países [monedas], sectores y empresas, de modo que la proporción que un inversionista asigna a una compañía está en directa relación con sus expectativas de rentabilidad futura y de su riesgo implícito, para lo cual toma en cuenta dos criterios principales: [1] los fundamentos de valor de una compañía y [2] los criterios técnicos de cada mercado, que en general responden a las condiciones financieras y de liquidez de cada economía. Desde un punto de vista netamente económico, se puede decir que el primer criterio es de largo plazo, mientras el segundo lo es de corto.

El presente trabajo se enfoca en los determinantes de información que estructuran el primer componente, es decir, aquella información que ayuda a la construcción de un análisis del valor de una compañía desde el punto de vista de sus fundamentos, tanto en lo que respecta a sus componentes financieros, de negocios, de gobierno corporativo y de responsabilidad social.

Por lo tanto, es posible pensar que una compañía genera valor en la sociedad en la medida que los productos y servicios que ofrece tienen precio y son transados en el mercado. Pero además, en la medida que sus títulos son transados en el mercado bursátil, reflejando el valor de la compañía como un todo.

a. Valor Corporativo

Desde el punto de vista de la teoría del valor y en particular en lo que se refiere a la teoría del valor económico total, desarrollada inicialmente por Alan Randall en 1987³ y continuada por muchos otros autores⁴, los bienes no sólo son valorados por su precio [valor de intercambio], sino que en forma mucho más amplia, el valor de un bien [en este caso una compañía, medida a través de sus títulos accionarios] correspondería a la suma de todos sus componentes de valor, es decir, a su valor económico total.

En particular, la teoría del valor económico total [VET], que originalmente surgió como una manera de responder a la valoración de bienes ambientales que no están en el mercado⁵, plantea que éste es igual a la disposición total a

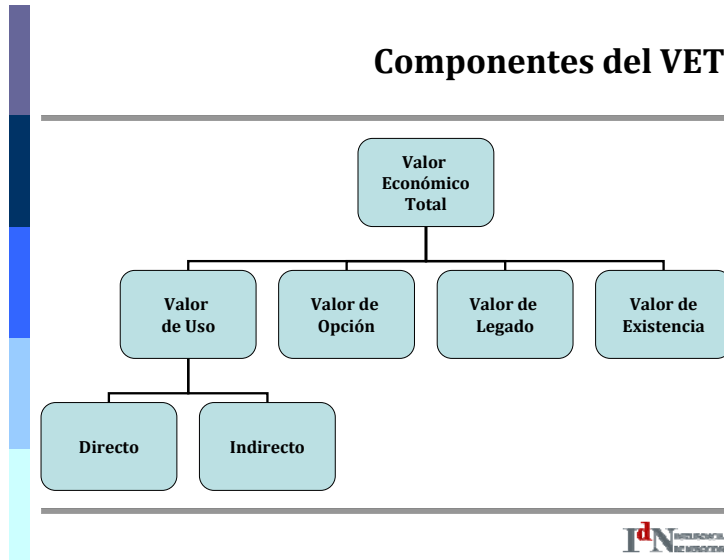
² Teóricamente hablando, los inversionistas deciden primero entre las proporciones que invertirán en renta fija y renta variable. Y dentro de las inversiones en renta variable, escogen cómo diversificarán el riesgo de esta porción.

³ Randall, Alan [1987]. "Total Economic Value as a Basis for Policy". Department of Agricultural Economics and Rural Sociology. The Ohio State University, Columbus, Ohio 43210, USA.

⁴ Krutilla, J.V., Randall, J., Bishop, R.C., Peterson, G.L., entre otros.

⁵ No se transan y por lo tanto no tienen un precio objetivo.

pagar por un bien [de uso directo⁶ e indirecto], más su valor de opción [derecho a adquirirlo en el futuro], más su valor de legado [permitir a las generaciones futuras que puedan acceder a este bien] y más su valor de existencia [que implica la valoración *per se* de un bien]. Lo anterior se puede esquematizar como lo muestra el diagrama "Componentes del VET".



De acuerdo a éste, si aplicamos la teoría del VET a un activo financiero y -por su intermedio- al de una compañía, entonces su valor económico total sería la suma de:

- el valor de uso directo [los bienes y servicios que ofrece en el mercado, sus factores competitivos, su manejo de riesgo, etc.],
- el valor de uso indirecto [por su aporte a la competencia, a la eficiencia de los mercados, a la diversificación del riesgo y porque da empleo],
- el valor de opción [porque sería deseable poder adquirir acciones de ésta en el futuro],
- el valor de legado [gracias a un buen gobierno corporativo se aumenta la probabilidad de persistencia en el tiempo de la compañía, permitiendo que las generaciones futuras también pudieran ser partícipes de su propiedad o ser empleadas por ella], y
- el valor de existencia [es deseable que la compañía persista en el tiempo porque es una firma innovadora, apoya a la comunidad, hace obras de beneficencia, etc.].

Dado lo anterior, para una empresa la existencia de un negocio claro, con buenos planes estratégicos y la producción de productos y servicios valorados por la sociedad, le otorgan su valor de uso directo.

Mientras, su sola participación en el mercado [mercado de insumos, mercado de servicios y mercado de consumidores] es valorada porque aporta

⁶ En la nomenclatura "halbergeriana" el valor de uso directo corresponde a la disponibilidad total a pagar por un bien, es decir, precio por cantidad más excedente del consumidor.

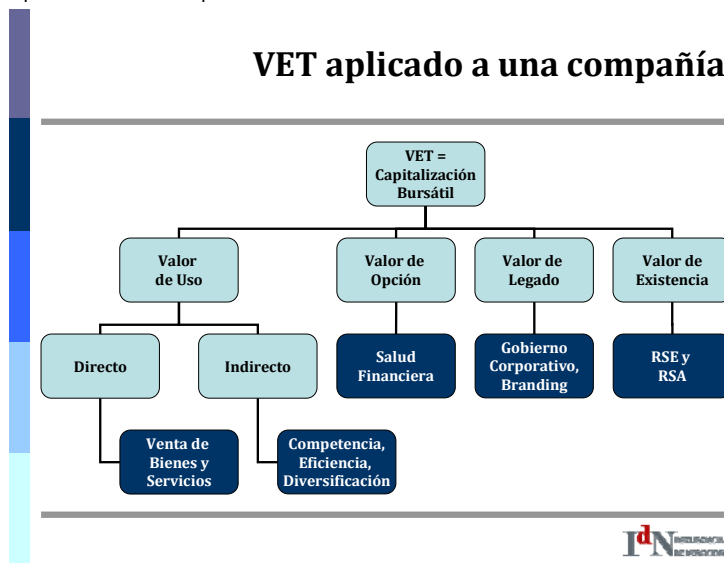
competencia, eficiencia a la economía, da empleo y se convierte en una alternativa de diversificación del riesgo.

Del mismo modo, la salud financiera de una compañía permite que ésta pueda persistir en el tiempo, lo que sumado a su capacidad de innovar, genera su valor de opción.

Por otra parte, un buen gobierno corporativo ayuda a que una compañía no deteriore su valor en el tiempo por medio de una administración profesional y ética de negocios, entregándole así su valor de legado.

Y finalmente, las acciones de responsabilidad empresarial [social y ambiental] le generan valor de existencia a una compañía, porque a pesar que parte de la sociedad puede que nunca vaya a comprar acciones o que nunca vaya a trabajar en esa empresa, ella valora las acciones que hace en ayuda de terceras personas, en apoyo a la comunidad o en lo que respecta al cuidado del medio ambiente.

Un esquema de esta interpretación es la que se muestra en el diagrama "VET Aplicado a una compañía".



b. Riesgo Corporativo

Por definición el futuro es incierto y, por ello, las teorías financieras se ven obligadas a combinar rentabilidad y riesgo como dos caras de una misma moneda.

La teoría moderna del riesgo se aplica no sólo a la industria de los seguros, sino también al ámbito financiero y de los negocios, los cuales han creado sus propios sistemas de medición de riesgo e instrumentos de mitigación [derivados].

Una de las formas de medición de riesgo más comúnmente aplicada a las compañías que cotizan en Bolsa o emiten bonos, son las clasificaciones de

riesgo. Típicamente son conocidos los sistemas de clasificación internacional aplicados por Standard & Poor's, Moody's y Fitch .

Las metodologías de clasificación de riesgo agrupan títulos de similares características, con el propósito de establecer un costo estimado o premio por riesgo común para ellos. Así, a medida que los papeles son agrupados y -por ende- clasificados en segmentos similares, se van estableciendo rangos o tramos de riesgo. Estos niveles se construyen a base de información histórica, de la cual se rescatan ciertos patrones que permiten determinar la probabilidad de ocurrencia de un siniestro, timing, magnitud, planes de contingencia, etc. Por ejemplo, el riesgo de crédito se clasifica según la probabilidad recolección de las cuentas por cobrar.

La eficiencia de las calificaciones se basan en el rigor del sistema aplicado y el objeto de estos sistemas es simple: evitar riesgos evitables.

Ante la avalancha de información financiera y de negocios que fluye en la actualidad, adquiere especial relevancia la información que se considera confiable, es decir, aquella que viene firmada [compromiso], revisada, auditada o certificada, reduciendo la sensación de incertidumbre y -por ende- los riesgos.

Desde el punto de vista de un inversionista, es siempre preferible invertir en compañías que contribuyan al proceso de reducción de riesgos. Y en este sentido tanto la transparencia de la información, como los grados de confiabilidad de la misma, son bienvenidos.

Asimismo, es posible plantear que una firma cuya calificación de riesgo es del tipo AAA, tendrá el menor nivel de riesgo [cercano a cero], tal que la tasa de interés [o rendimiento] exigido a una acción o a un bono de esa firma será menor, ya que su mayor porción de valor no reside en su rentabilidad, sino en su seguridad. Por tanto, es posible hacer un ranking de retorno / riesgo, tanto de papeles como de acciones de distintas empresas o gobiernos, a partir del nivel AAA que asegura el menor riesgo [cercano a cero] y otorga el menor retorno, hasta el más riesgoso que requiere el mayor retorno para ser demandado.

Finalmente, cabe señalar que la clasificación de riesgo proviene de la disciplina contable y -por ende- intenta hacer estimaciones ligadas a los estados financieros, los cuales tienen una vigencia menor a un año, pero superior a un día. En general, estas calificaciones tienen revisiones trimestrales, lo cual las liga a los fundamentos y factores de competitividad de una empresa y las hace distintas de otros indicadores de riesgo, como los "credit default swaps" que son tasas de riesgo que se observan en el mercado en forma diaria y por tanto su nivel o valor está ligado a la volatilidad del mercado financiero, los niveles de liquidez de una economía, la cotizaciones de las monedas, los fundamentos económicos, noticias relevantes, etc. Ambos indicadores son complementarios y se alimentan de la cantidad, calidad, oportunidad y credibilidad de la información que las compañías ponen a disposición del mercado, inversionistas, consumidores, autoridades y stakeholders en general.

c. Criterio de Selección

Para determinar la inclusión de compañías [emisores] en el análisis se usaron dos criterios: que fueran parte del índice local, en este caso el Índice General de la Bolsa de Colombia [IGBC] o que cuya capitalización bursátil fuese superior a los US\$ 500 millones.

Lo anterior permitió la incorporación de 45 compañías colombianas a la medición del Índice de Transparencia Corporativa Colombia 2012⁷.

⁷ En Perú se incorporaron 40 emisores, en Chile los 106 integrantes del Índice General de Precios de Acciones [IGPA].

3. META INDICADOR

a. Transparencia Corporativa

El modelo de medición de Transparencia Corporativa pretende establecer la cantidad de información relevante que una compañía pone a disposición de sus grupos de interés.

Para acometer este objetivo se usó una metodología de búsqueda de información tipo *"scanning"*, revisándose la presencia o ausencia de contenidos informativos relevantes, es decir que contribuyan a una mejor y más confiable estimación del valor de una compañía.

El establecimiento de estos componentes informativos se hizo por medio de una exhaustiva revisión bibliográfica sobre recomendación y guías de gobierno corporativo, transparencia de la información y obligaciones de informar que aplican tanto bolsas como reguladores internacionales.

De este ejercicio se rescataron cinco [5] temáticas informativas, más un componente facilitador de la información. Las temáticas se ampliaron en un diez por ciento con respecto al número de contenidos buscados en 2010, dado que los mercados globales permanentemente están aumentando sus necesidades de información sobre las empresas, las que responden a esa mayor demanda elevando sus grados de transparencia corporativa.

Los determinantes medidos en este análisis fueron: [1] presentación de la empresa y sus negocios, [2] gobierno corporativo, [3] información financiera, [4] servicios e información para el inversionista, [4] sustentabilidad y [5] herramientas [ver Tabla 3.a].

Tabla 3.a
 Modelo de Transparencia Corporativa

COMPONENTES	ATRIBUTOS	EJEMPLOS
Presentación & Negocios	Descripción sobre el negocio de la empresa, sinopsis histórica, fortalezas, cobertura comercial, etc.	Historia corporativa Misión, visión, valores
Gobierno Corporativo	Descripción detallada de la organización y su forma de gobierno.	Estatuto social Remuneraciones de la Alta Dirección Responsabilidad del Directorio
Atención al Inversionista	Datos que un inversionista desea saber, desde los hechos esenciales hasta los planes estratégicos pasando por los dividendos, la cotización bursátil, etc.	Hechos esenciales Calendario de eventos Política de dividendos
Información Financiera	Estándares contables, formatos de entrega, supervisiones y periodicidad en la entrega de la información.	Memoria Anual EE.FF. trimestrales
Sustentabilidad	Descripción y datos sobre políticas de sustentabilidad del negocio y relación con sus grupos de interés.	Uso de energía y manejo de residuos Política de capacitación
Herramientas	Herramientas que facilitan la búsqueda y comprensión de la información.	Contactenos Otros idiomas

Fuente: IdN

Cada grupo de variables se ponderó de manera distinta, de acuerdo al grado de importancia que tienen en el manejo de la empresa. De este modo, el número de atributos cubiertos sobre el total, ponderados por su factor de importancia, determinó el puntaje de cada grupo de variables, los que sumados, dieron lugar al indicador final.

Para conocer sobre la mecánica operativa del modelo, se recomienda leer el anexo metodológico del ITC 2010.

b. Sofisticación de Contenidos

El año 2010, el ejercicio de Transparencia Corporativa en Chile considero 80 elementos de contenidos, agrupados en 6 determinantes: presentación del negocios, gobierno corporativo, información financiera, servicios al inversionista [o accionista], responsabilidad empresarial y misceláneos.

En los años siguientes se han mantenido los mismos seis determinantes, pero ha aumentado el número de elementos de contenidos. El detalle de este aumento se puede observar en la siguiente tabla.

Tabla 3.b
Contenidos del Meta indicador

DETERMINANTES	NÚMERO DE CONTENIDOS		
	2010	2011	2012
Presentación y Negocios	10	10	10
Gobierno Corporativo	19	23	29
Información Financiera	15	14	14
Servicios al Inversionistas	22	23	22
Responsabilidad Empresarial	9	11	25
Misceláneos	6	6	10
TOTAL	81	87	110
Var.		7,4%	26,4%

Fuente: I^oN

Como se aprecia, la exigencia ha ido aumentando paulatinamente, en especial en 2012, en donde el número variables se elevó un 26%, impulsado fuertemente por la incorporación de una serie de contenidos en materia de responsabilidad empresarial, tanto en los ámbitos laboral como ambiental. Estas modificaciones hicieron que el componente de Responsabilidad Empresarial pasara de considerar 11 elementos en 2011 a 25 elementos en 2012 [127%]. Mientras, la irrupción de las redes sociales obligó a incorporar los cuatro canales más importantes a la medición del determinante Misceláneos.

Lo anterior justifica una consideración independiente del ITC debido a que, al hablar de complejidad de contenidos, se entra en el terreno de la producción de contenidos que son progresivamente más complejos. Para ello, se ordenaron los tópicos de menor a mayor de acuerdo a su grado de sofisticación.

En esta versión, todos los contenidos se han ponderado de igual manera. En el futuro, se espera poder diferenciarlos por su grado de dificultad y relevancia.

c. Credibilidad Corporativa

La estimación del grado de credibilidad de la información transparentada por una compañía se construyó a base de dos criterios: relevancia y confiabilidad.

La relevancia dice relación con el proceso de construcción de valor de una compañía, mientras la confiabilidad se relaciona con la sustentabilidad de ese valor en el tiempo.

En cuanto a la credibilidad, el hecho que la información esté suscrita por alguien [el presidente de la compañía, por ejemplo] contribuye a la seriedad y responsabilidad a la información entregada. Más aún, si esta es revisada, auditada o certificada por firmas validadas por el mercado o por el regulador.

En cuanto a esto último, cabe señalar que la información auditada es considerada como más confiable, lo cual no significa certeza absoluta de veracidad porque, como ya se ha visto en casos internacionales [Enron, Parmalat, etc.], los auditores, directores y accionistas en general pueden ser engañados. Por lo tanto, nunca es posible estar ciento por ciento seguros que la información desplegada es absolutamente fidedigna, ya que quien tenga ánimo de defraudar, siempre encontrará caminos para hacerlo.

Los criterios aplicados al modelo de estimación del Índice de Credibilidad Corporativa, se muestran en la Tabla 3.c.

Tabla 3.c
Modelo de Credibilidad Corporativa

INFORMACIÓN	CLASIFICACIÓN	RELEVANCIA	PONDERADOR
Narrada	A	BAJA	80%
		MEDIA	50%
		ALTA	33%
Firmada	B	BAJA	90%
		MEDIA	75%
		ALTA	66%
Revisada Auditada	C	BAJA	100%
		MEDIA	100%
		ALTA	100%

Fuente: IDN-UDD

Por ejemplo, entre los distintivos tipos de estados financieros, los estados de situación –por ser provisorios- tienen menos credibilidad que un balance general. Asimismo, los estados financieros auditados generan mayor credibilidad que aquellos que no lo están. En este sentido, aquellos

componentes de información clasificados con la letra "C" presentan un mayor grado de credibilidad que aquellos con las letras "B" y "A"⁸.

d. Actualización de Contenidos

La medición se efectuó en junio de 2012, mes en el cual ya todas las compañías deberían haber entregado sus resultados financieros anuales del año anterior, sus reportes anuales e incluso ya debieron haber tenido lugar las juntas de accionistas. De esta forma, se consideró diciembre de 2011 como el último mes de entrega de información relevante para el caso de la información anual y marzo de 2012 para el caso de la información trimestral.

El grado de desactualización de la información se midió en términos trimestrales, considerando el número de trimestres de rezago con que se encontró la información presente en el sitio web corporativo.

La estimación del grado de actualización de la información presente en el sitio web corporativo de los emisores analizados, se dividió en dos: anual y trimestral.

Para los contenidos anuales, se consideró al año anterior como actualizado, es decir, el grado de desactualización fue nulo [0]. En cambio para los contenidos trimestres se consideró el primer trimestre del año 2012 como el último relevante.

Ejemplos: la Memoria Anual del año 2010 se marcó como "-4", es decir, con cuatro trimestres de desactualización, mientras el informe trimestral del tercer trimestre de 2011 se marcó como "-2" lo que implica dos trimestres de desactualización.

Como supuesto de trabajo, se consideró que una información con 16 trimestres de desfase es equivalente a que la información no esté presente en el sitio corporativo. A partir de esto, se estructuró una escala lineal de castigo a la información desactualizada, tal que, el castigo para la información actualizada es 0%, mientras que para la información con 16 trimestres de desfase el castigo es 100%.

⁸ Un elemento no considerado aún en esta metodología es el que dice relación con quién es el cliente de la firma auditora o certificadora o calificadoras [contable o de otro tipo]. En la medida que la empresa es quien contrata a los revisores o veedores, existe una mayor probabilidad de contubernio de intereses y, por ende, se presume un menor valor de credibilidad a las opiniones de auditores, calificadoras o certificadores. En un sistema de cliente ciego, en donde los servicios de auditorías, calificaciones y certificaciones son pagadas a un sistema central y los prestadores de servicios son escogidos por sorteo, la credibilidad integral del sistema aumenta y por ende, el riesgo total del sistema se reduce.

4. TRANSPARENCIA

De acuerdo a las recomendaciones de una serie de Guías de Recomendaciones de Gobierno Corporativo que han sido publicadas en el mundo, las cuales recomiendan explícitamente a las empresas el uso del Sitio Web corporativo -y en particular la sección que se refiere a relaciones con inversionistas- como el punto central por medio del cual las empresas deberían comunicarse con sus accionistas y grupos de interés [*stakeholders*].

La justificación para tal práctica, radica en la necesidad de igualar las condiciones de conocimiento sobre una compañía entre todos sus accionistas, de modo que el Sitio Web corporativo sería el canal por el cual tanto accionistas mayoritarios como minoritarios acceden de manera igualitaria y oportuna a toda la información relevante de la compañía.

La búsqueda de información no excluyó ninguna sección de los sitios web corporativos para detectar contenidos relevantes que las compañías ofrecen a sus grupos de interés.

Durante junio de 2012, se hizo un completo barrido a la información corporativa presente en los Sitios Web de las 34 empresas emisoras que integran el Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia [IGBC] y las 11 empresas que no son parte de este índice pero que alcanzan una capitalización bursátil superior a los US\$ 500 millones. Pero no se dejó de revisar ninguno de los documentos presentes en los Sitios Web corporativos, así como tampoco otras secciones distintas a la de relaciones con inversionistas.

La indagación arrojó resultados positivos para las 45 empresas consideradas en esta medición, siendo **Ecopetrol** la empresa con el mejor indicador, ubicándose doce puntos porcentuales por encima de su seguidora más cercana. Al mismo tiempo cabe mencionar que **Coltejer** no fue considerada ya que al momento de la medición su Sitio Web corporativo se encontraba en mantención.

En ese mismo mes, se hizo un completo barrido de la información que entrega un grupo representativo de firmas globales, tales como BHP BILLITON, NOVARTIS, INDITEX, ALSTOM, BMW, PIRELLI, MITSUBISHI, ACER, FEDEX y PEPSICO, entre otras⁹. En total fueron 40 compañías con sede en diferentes economías avanzadas, las cuales sirvieron como paradigma de mejores prácticas internacionales en transparencia corporativa.

Este ejercicio responde a la necesidad de contar con un estándar internacional con el cual poder establecer una meta deseada de transparencia para las firmas locales. Para avanzar hacia una mayor rigurosidad del estándar internacional, se hizo un cambio en la muestra del año anterior, manteniendo 20 compañías y agregando otras 20. Los resultados obtenidos dan cuenta de lo robusto de la metodología, ya que los

⁹ Ver listado completo en Anexo.

valores arrojados en 2012 presentan variaciones mínimas con respecto a los del 2011.

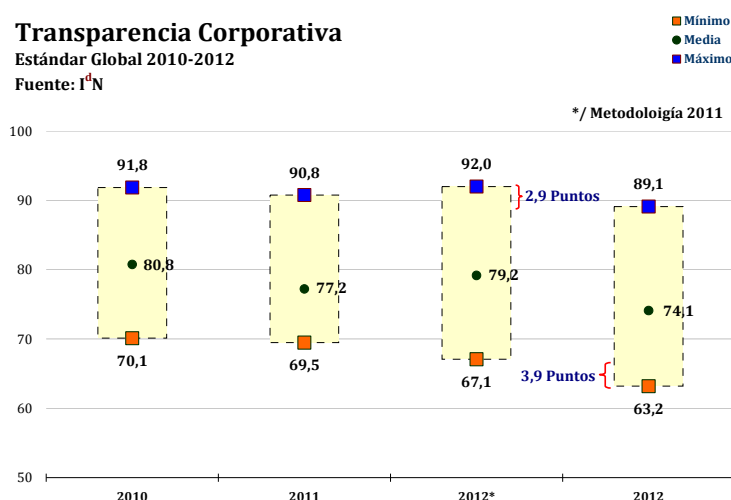
Usando la metodología del año 2011, el puntaje mínimo se redujo de 69,5 a 67,1 puntos [-2,4] mientras el máximo aumentó de 90,8 a 92 puntos [+1,2], mientras el valor promedio pasó de 77,2 a 79,2 puntos [+2].

En cambio, al comprar los parámetros del estándar internacional 2012 usando la antigua metodología, y los que arrojó la nueva metodología, se aprecian diferencias mínimas, pasando el valor máximo de 92 a 89,1 puntos [-2,9], el mínimo fue de 67,1 a 63,2 [-3,9] y alterando el promedio de 79,2 a 74,1 [+5,1]. Para más detalles, ver gráfico "Transparencia Corporativa: Estándar Global 2010-2012".

Transparencia Corporativa

Estándar Global 2010-2012

Fuente: IDN



Este descenso se podría explicar por dos factores: la inclusión de firmas asiáticas que tienen una cultura del honor y la transparencia un tanto más conservadora que la de los países occidentales y la ampliación en el número de contenidos considerados en la versión 2011, lo que se traduce en un aumento en la información exigida a las empresas consideradas.

a. Resultados 2012

Respecto al índice de transparencia, se observa que las empresas globales ofrecen muchas más información que los emisores colombianos. Incluso las empresas chilenas presentan más información que las colombianas.

Mientras la firma colombiana más transparente alcanza un indicador de 68,8 puntos, la mejor firma global tiene un puntaje de 89,1 y la mejor chilena [que se muestra sólo para fines ilustrativos, considerando que éste indicador se ha medido ya por tres años en Chile] se ubica en los 82,3 puntos.

La empresa global con menor puntaje, es decir, la que marca el "piso" para alcanzar el estándar internacional, obtuvo 63,2, mientras la colombiana con menor puntaje obtuvo 9,9. Ahora bien, cabe señalar que éste puntaje corresponde a Coltejer, empresa que durante el mes en que se llevó a cabo

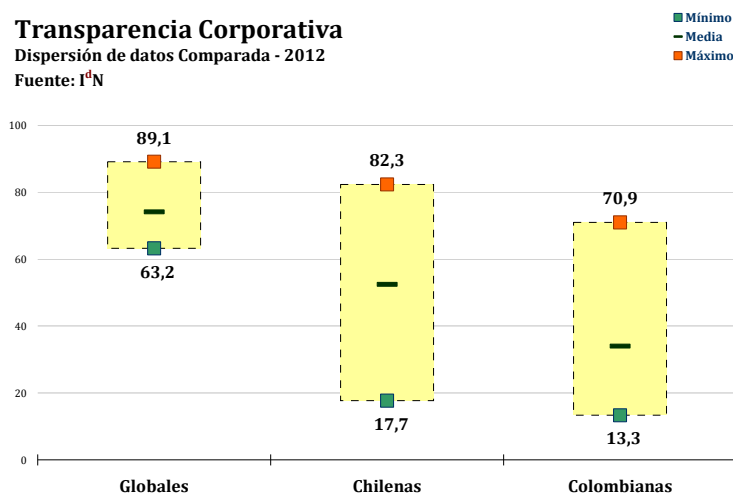
esta medición, tenía su sitio Web en construcción, de modo que su resultado debe entenderse sólo como referencial y no definitivo de la empresa.

Debido a lo anterior, se decidió hacer una medición intermedia, eliminando los valores mínimo y máximo del ITC de Colombia, para ver mejor en qué nivel se concentra la mayoría de los emisores colombianos en materia de transparencia corporativa. Lo anterior arrojó un mínimo más alto [13,8 vs. 9,7 puntos] y un máximo más bajo [58,8 vs. 68,8 puntos] con casi el mismo valor promedio. Este ejercicio permite apreciar que el nivel de Transparencia Corporativa de las empresas colombianas es mucho más concentrado.

Transparencia Corporativa

Dispersión de datos Comparada - 2012

Fuente: I^dN



A continuación se muestra el detalle de las empresas colombianas que presentan los mayores índices de transparencia corporativa.

TABLA 4.b
Compañías que más transparentan su información corporativa en Colombia

RK.12	Empresas	ITC.12
1	ECOPETROL S.A.	70,9
2	INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.	57,9
2	ISAGEN S.A. E.S.P.	57,9
4	ALMACENES EXITO S.A.	52,1
5	BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A.	50,4
6	GRUPO NUTRESA S.A	48,9
7	INVERSIONES ARGOS S.A.	44,6
8	BANCO DAVIVIENDA S.A	43,3
9	BANCOLOMBIA S.A.	41,9
10	EMPRESA DE ENERGIA DE BOGOTA S.A. E.S.P.	41,4

Fuente: I^dN

Los resultados revelan un elemento preocupante: sólo una empresa colombiana alcanzó el estándar internacional de Transparencia Corporativa.

En primer lugar se ubica la mayor empresa de Colombia: Ecopetrol, con 68,8 puntos. Segunda quedó la empresa Interconexión Eléctrica y en tercero Isagen, todas con indicadores sobre los 50 puntos. En total, 18 emisores obtuvieron un ITC sobre el promedio, mientras 27 se ubicaron por debajo de ese valor.

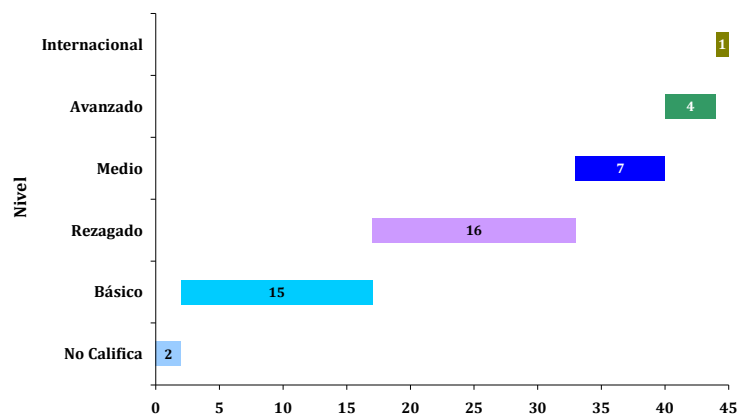
b. Dispersión de Datos

Los resultados revelan que la situación general de las empresas colombianas se encuentra alejada de la norma internacional. De hecho, si se observa el grado de dispersión que presentan las empresas en sus resultados de Transparencia Corporativa, se aprecia que un porcentaje muy significativo de éstas se encuentra en la zona básica [entre 15 y 30 puntos] y otra proporción importante se encuentra en la zona rezagada [entre 30 y 40 puntos], totalizando el 78% de la muestra.

Transparencia Corporativa: Colombia 2012

Empresas por Rango

Fuente: IDN



El que sólo 3 de las 45 empresas consideradas se encuentren en la zona de vanguardia, revela la gran distancia por avanzar y los múltiples desafíos que deben abordar las empresas colombianas para que aproximen, al estándar internacional en materia de Transparencia Corporativa.

c. Sectores

Otro elemento destacable son las diferencias sectoriales. Lo primero que hay que mencionar es que ningún sector, por sí solo, alcanza -en promedio- el estándar internacional.

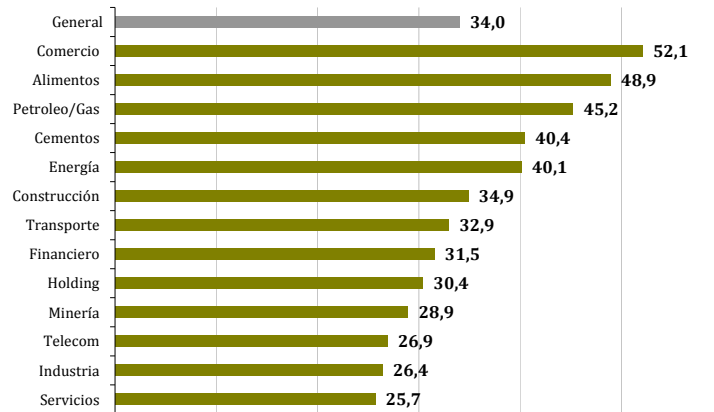
El sector que presenta el mejor nivel de Transparencia Corporativa es el Comercio, con 52,1 puntos, seguido por la Industria de Alimentos [48,9

puntos] y el de extracción de Petrolero y Gas [45,2 puntos]. Más atrás se ubican los sectores de Cementos, ambos con más de 40 puntos. En contraposición, resultan preocupantes los bajos indicadores de los sectores Servicios, Industrial, Telecomunicaciones, Minería y Holding.

Diferencias Sectoriales - Colombia 2012

Índice de Transparencia Corporativa

Fuente: IDN



d. Casos Destacados

El único caso destacado que se observa es el de Ecopetrol, debido no sólo a que alcanza el estándar internacional, sino que además es la única empresa del país que presenta este nivel de transparencia.

Lo anterior refleja el alto grado de responsabilidad de la compañía hacia el mercado, ya que representa el 27% del principal índice bursátil de Colombia.

5. SOFISTICACIÓN DE CONTENIDOS

Como la metodología usada es la de un Meta-Indicador que registra cuatro elementos en forma simultánea, es posible desagregar los contenidos indagados por componentes temáticos o determinantes. Estos, más que ser la suma de la información, son capas de contenidos, lo cual revela que para avanzar en mayores grados de transparencia no solo hay que hacer un esfuerzo comunicacional, sino que además hay que avanzar en el desarrollo de contenidos cada vez más complejos.

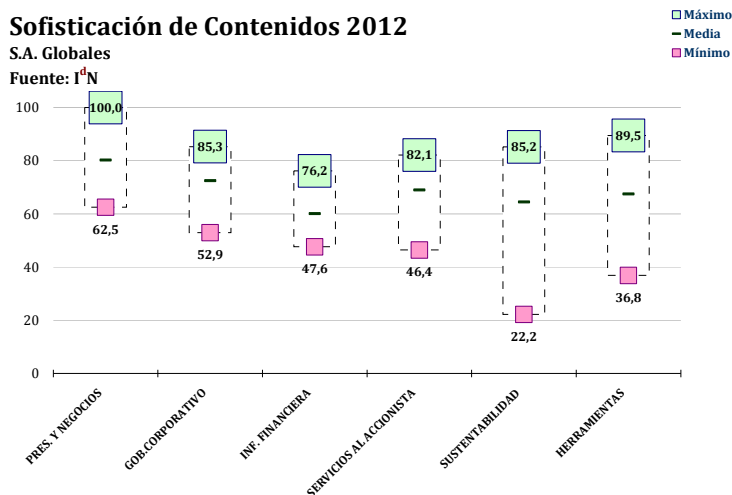
Esto implica que, para alcanzar mayores estándares de transparencia, las empresas deben elevar el grado de sofisticación en la generación de sus contenidos corporativos.

a. Resultados

Para el presente análisis se han considerado cinco tipos de contenidos más un bloque de herramientas que, si bien no es contenido puro, ofrece la tecnología para hacer más expedito el alcance de la información al público.

Los bloques de contenido analizados fueron: presentación de la empresa y sus negocios, gobierno corporativo, información financiera, servicios e información al inversionista y sustentabilidad [o responsabilidad social].

Los contenidos más sofisticados en las empresas globales fueron “presentación de la empresa y sus negocios” [80,3 puntos en promedio] y “gobierno corporativo” [72,5 puntos en promedio], determinantes en donde también se encontró el menor nivel de dispersión de datos, 47% y 45% respectivamente¹⁰.



¹⁰ Para este cálculo se operó el valor máximo menos el mínimo, y su resultado se dividió por el promedio.

La mayor dispersión se encontró en los determinantes "sustentabilidad" o responsabilidad empresarial" [98%] y herramientas [78%]. El indicador promedio más bajo lo obtuvo el componente "información financiera", debido a que la mayoría de las empresas globales tienen aperturas a la Bolsa en una sola plaza [ver gráfico "Sofisticación de Contenidos 2012: S.A. Globales"].

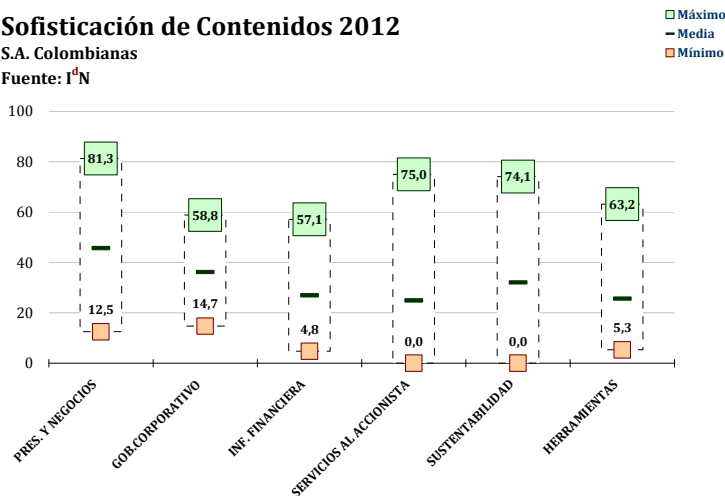
El estándar internacional, en cuanto a sofisticación de contenidos, supera ampliamente lo hecho por la firmas colombianas. Los resultados obtenidos en el grupo de control [empresas globales] fueron siempre más altos y menos dispersos que los hallados en las firmas colombianas, excepto por Servicios al Accionista, donde la mejor empresa colombiana obtuvo 71,4 puntos, igualando a la mejor empresa global.

Los resultados obtenidos por las firmas colombianas, en cambio, muestran menor promedio y mayor dispersión en los datos [ver gráfico Sofisticación de Contenidos 2012 S.A. Colombianas].

Sofisticación de Contenidos 2012

S.A. Colombianas

Fuente: I^dN



Los mejores resultados se hallaron en: "presentación de la empresa y sus negocios" [45,7 puntos en promedio], gobierno corporativo" [36,2 puntos en promedio] y "sustentabilidad" [32,1 puntos en promedio].

Los componentes más dispersos fueron: "sustentabilidad" [74,1 puntos de distancia entre mínimo y máximo] y "servicios al accionista" [75 puntos de distancia entre mínimo y máximo]. Esto se debe a la existencia de empresas que no presentan información al respecto, obteniendo una puntuación igual a cero.

Lo anterior se puede resumir en términos de brechas, las cuales, una vez identificadas, permiten establecer el lugar donde se encuentran los mayores desafíos para los emisores del país.

b. Brechas

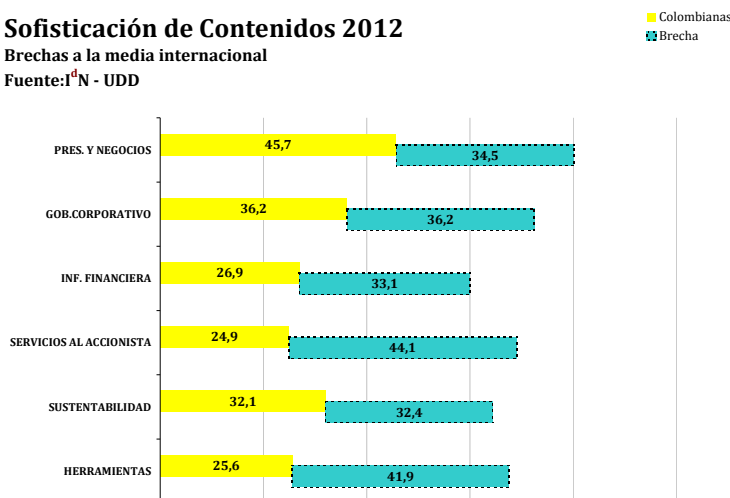
De acuerdo al análisis, lo primero que se debe señalar es que todas las brechas encontradas son significativas. De hecho, todas ellas superan el 75% del valor promedio actual de cada componente.

La mayor brecha se encuentra en “servicios al accionista”. El valor promedio en este componente de contenidos obtenido por las empresas globales supera en 44,1 puntos al valor promedio obtenido por las empresas colombianas abiertas a Bolsa. Este aspecto es de especial relevancia para las empresas en la medida que deseen ser atractivas tanto para el inversionista extranjero como local. Además, esta diferencia podría revelar algunos vicios del mercado bursátil local, en el sentido que al ser un mercado dominado por pocos actores y en el cual los flujos de información se manejan en un círculo acotado de analistas, no se valora adecuadamente la necesidad de una mayor entrega informativa al público y se privilegia la entrega de información a las corredoras de valores, en lugar de actuar directamente en beneficio de los accionistas minoritarios y de los futuros inversionistas.

Sofisticación de Contenidos 2012

Brechas a la media internacional

Fuente: IDN - UDD



La segunda mayor brecha se encuentra en herramientas, con 41,9 puntos de distancia a la media del estándar internacional. La tercera brecha -en tamaño- se encuentra en “gobierno corporativo”, con 36,2 puntos, lo que revela que -si bien no es la mayor de las brechas- presenta niveles suficientemente significativos que podrían causar preocupación en autoridades y reguladores. Esto porque cada vez resulta más evidente que la forma en cómo se manejan las empresas y en cómo sumen riesgos, determina fuertemente su valor de largo plazo.

La demás brechas presentan tamaños superiores a los 30 puntos porcentuales como se puede apreciar en el gráfico “Sofisticación de Contenidos 2012: Brechas a la media internacional”, en donde la de “información financiera” alcanza los 36,6 puntos, la de presentación y negocios suma 35,1 puntos y la de “sustentabilidad” totaliza los 32,9 puntos.

6. CREDIBILIDAD

En la medida que la información corporativa de las empresas consideradas fue detectada, esta fue clasificada para estimar el grado de credibilidad que podrían percibir los inversionistas o público general. La importancia de este elemento en el meta indicador, es que complementa el hallazgo de la información con la credibilidad que se le puede asignar a ésta.

a. Resultados

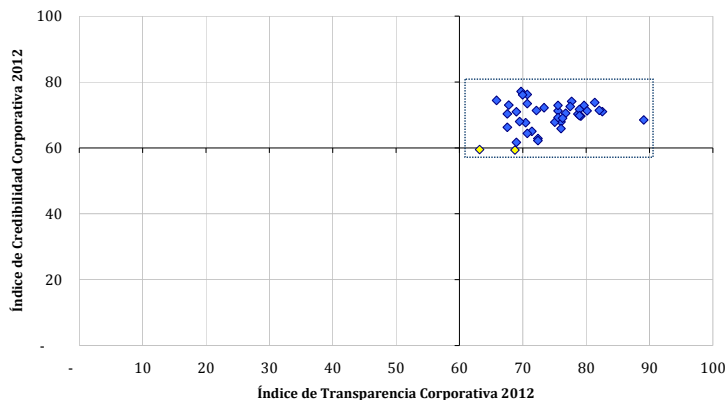
El promedio internacional en materia de credibilidad corporativa se elevó hasta los 69,6 puntos, con un mínimo de 59,3 puntos y un máximo de 77,1 puntos.

Lo anterior revela lo extremadamente concentrados en la parte superior del rango que se encuentran los indicadores, tanto de transparencia como de credibilidad, por parte de las empresas globales analizadas.

En el gráfico “Transparencia vs. Credibilidad: Globales 2012” se puede apreciar cómo las compañías globales se concentran en el cuadrante superior derecho del gráfico. Es decir, sobre 60 puntos tanto en transparencia como en credibilidad.

Transparencia vs Credibilidad Globales 2012

Fuente: IdN - UDD



Por su parte, de acuerdo a la información entregada por las empresas colombianas y al análisis aplicado sobre un máximo de 100 puntos, el Índice de Credibilidad Corporativa [ICC] promedio de los 45 títulos analizado [los más transados en la Bolsa de Colombia más algunos con alto nivel de capitalización] en junio de 2012, fue de 33,2 puntos.

Ahora bien, este indicador debe ser analizado en conjunto con la cantidad de información entregada por las empresas, de tal modo que es un indicador relativo que tiene correlación positiva con el ITC, es decir, mientras más

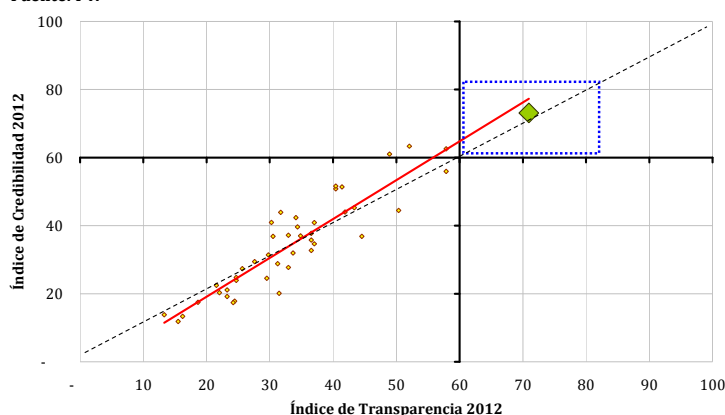
información entreguen las empresas mayor será el índice de credibilidad [ICC].

Lo anterior se puede observar en el gráfico "Transparencia y Credibilidad: Colombianas 2012", que muestra, con mucha claridad, que las trayectorias de ambas se alinean en forma positiva. El índice de correlación simple para ambas variables es de 0,92.

De hecho, si se considera una la línea de 45 grados y la nube de puntos se ubica por sobre ella entonces la credibilidad es mayor que la transparencia¹¹, pero si la nube de puntos se concentra por debajo de la bisectriz entonces las empresas son más transparentes que creíbles.

Transparencia y Credibilidad Colombianas 2012

Fuente: IDN



Para el caso de Colombia, el ITC promedio fue de 34 puntos mientras el ICC promedio fue de 35,1 puntos, es decir solo un 0,3% superior. Lo mismo ocurre para el ICC máximo, que fue 73,1 puntos, solo un 0,3% mayor que el ITC máximo [70,9 puntos]. Lo anterior es confirmado por la nube de puntos del gráfico en donde la tendencia lineal [línea roja] se aproxima mucho a la línea de 45°.

Por su parte, las empresas globales alcanzaron un grado de credibilidad relativa promedio de 69,6 puntos, un 52% más que el de las empresas colombianas. Lo preocupante es que en el nivel mínimo de credibilidad las empresas globales superaron a las colombianas en 89% [53 puntos].

b. Dispersión de Datos

El estado actual de la credibilidad corporativa en Colombia ubica a la mayoría [67%] de los emisores en los rangos básico [15 - 30 puntos], rezagado [30 - 40 puntos] y medio [40 - 50 puntos]. Mientras 4 de las 45 empresas

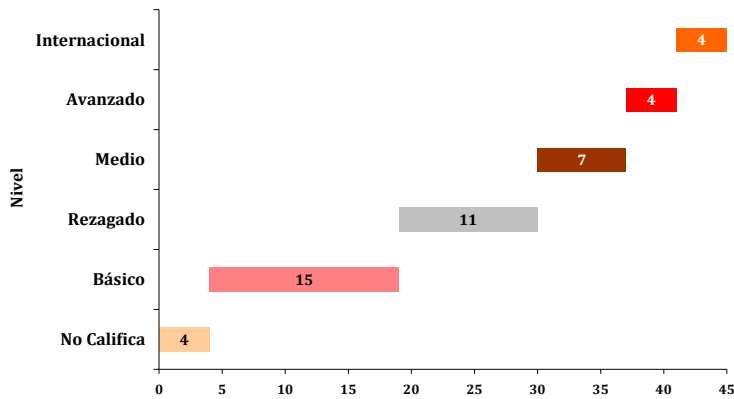
¹¹ Como ocurre en el caso chileno.

consideradas se ubican en la zona de vanguardia, lo cual da cuenta de un gran camino por recorrer en esta materia para las empresas colombianas.

Credibilidad Corporativa: Colombia 2012

Empresas por Rango

Fuente: I^dN

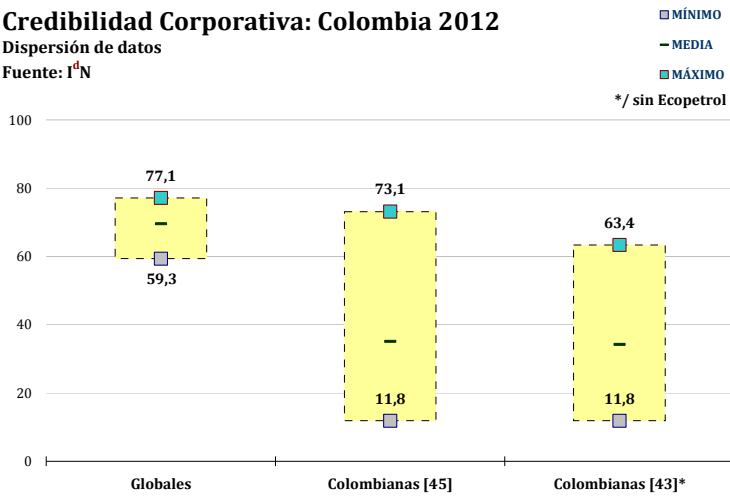


Realizando un análisis comparado del indicador con el estándar internacional, se observa que empresas colombianas se encuentran en una posición rezagada, con un ICC promedio 49,5% inferior a las globales. Además, las firmas colombianas presentan un alto grado de dispersión, con un rango de variación de 61,3 puntos entre los puntajes mínimo y máximo.

Credibilidad Corporativa: Colombia 2012

Dispersión de datos

Fuente: I^dN



En cuanto a las mejores prácticas de Credibilidad Corporativa en Colombia, éstas correspondieron a Ecopetrol, Almacenes Éxito, Isagen, Grupo Nutresa e Interconexión Eléctrica, todas con más de 50 puntos.

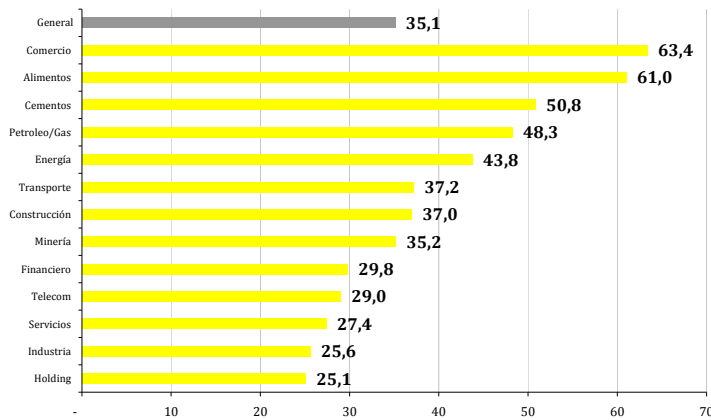
c. Sectores

Otro elemento interesante son las diferencias sectoriales en cuanto a credibilidad corporativa. Claramente el sector que presenta el mejor nivel promedio de credibilidad corporativa es el Comercio, con 63,4 puntos [que también lo es en transparencia], seguido por la industria de alimentos con 61 puntos.

Diferencias Sectoriales 2012

Índice de Credibilidad Corporativa en Colombia

Fuente: IdN



En la zona baja se encuentran los sectores Holding, Industrial, Servicios, Telecomunicaciones y Financiero, todos con menos de 30 puntos.

7. ACTUALIZACIÓN DE CONTENIDOS

El último aspecto analizado en las empresas consideradas fue el grado de actualización o desactualización de los contenidos puestos a disposición del público. Este se midió en términos trimestrales o anuales según fuese el caso, pero independiente de aquello, la información desactualizada se considera como pérdida de transparencia, de modo que al ajustar la transparencia corporativa por el grado de desactualización de la información en la forma de castigo, se reduce el índice de transparencia, tal que mientras más actualizada está la información, menor es el castigo.

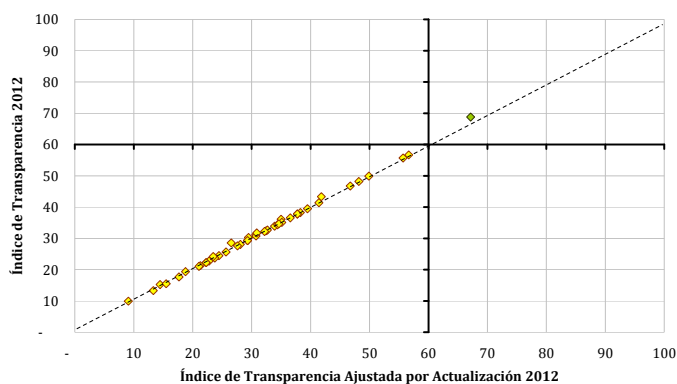
En el extremo, cuando la información está plenamente actualizada el castigo es nulo y por tanto, ambos indicadores de transparencia, el normal y el ajustado por actualización, son iguales.

a. Resultados y Tendencia

En el caso de las empresas colombianas, la información entregada al público está mayormente actualizada de modo que los niveles de castigo son mínimos. Lo anterior se puede visualizar en el gráfico "Transparencia vs. Actualización 2012: Empresas Colombianas" en donde la línea de 45° revela la situación ideal, en donde todas las empresas entregan casi toda su información corporativa en forma actualizada y casi no reciben castigo, de modo que su índice de transparencia ajustada es casi idéntico a su índice de transparencia normal.

Transparencia vs Actualización 2012 Empresa Colombianas

Fuente: I^dN



Para las empresas colombianas, el valor promedio del índice de actualización fue de 99,1 puntos, con un valor mínimo de 91,5 puntos. Los desvíos que se observan son mínimos, de modo que éste no sería un problema en el mercado, ajustándose en buena forma a los estándares internacionales, en donde ninguna empresa presenta información desactualizada, ni siquiera un trimestre, en ninguno de los tópicos analizados.

8. VALOR VS. RIESGO

Un elemento destacado del análisis, es el aporte que hace el grado de credibilidad corporativa a la percepción del riesgo de los inversionistas al momento de invertir en los instrumentos de las compañías abiertas a Bolsa.

Técnicamente hablando, a mayor nivel de veracidad en la información, menor riesgo para los inversionistas. Pero, dado que no es posible certificar la veracidad en forma absoluta, sólo la credibilidad permanece como variable relevante en la formación de expectativas, tanto de analistas, como de inversionistas y autoridades.

Independientemente del criterio metodológico que se otorgue a los factores de Transparencia y Credibilidad Corporativa, no cabe duda que la información entregada al público por las sociedades anónimas abiertas tiene un valor intrínseco, ya que -desde el punto de vista de la sustentabilidad- la valoración que el mercado hace de las empresas se basa tanto en su creación de valor como en el manejo de riesgos, y ambos determinantes se correlacionan con la entrega de información oportuna y fidedigna.

Desde el punto de vista del valor, la falta de información financiera que entregan al mercado los emisores de acciones a través de sus sitios Web corporativos, podría estar castigando las valoraciones que hace el mercado de las firmas colombianas listadas en el mercado bursátil.

En particular, la información financiera puede ser entregada al regulador y a los inversionistas institucionales, pero las diferencias significativas que se observan contra el estándar internacional de transparencia corporativa, hacen pensar que la generación de mayor cantidad de contenido podría hacer subir el valor general de las compañías por la vía de una mayor capitalización bursátil. Lo anterior podría ser complementado con mejores sistemas y canales de atención al inversionista.

Por otra parte, la carencia de contenidos tales como los de gobiernos corporativos y de responsabilidad empresarial [sustentabilidad] añaden un factor de incertidumbre sobre cómo se organizan, toman sus decisiones y miden sus riesgos las empresas abiertas a Bolsa, al igual que con respecto a cómo manejan las empresas sus externalidades, tanto ambientales como sus trabajadores y sus comunidades aledañas a sus instalaciones. Un mal manejo de éstas puede traer graves consecuencias al patrimonio corporativo por la vía de demandas, multas o sentencias que obliguen a una empresa a mitigar los potenciales daños causados¹².

En cuanto a la credibilidad de la información que las empresas entregan al público en sus sitios corporativos, tampoco se observan desviaciones demasiado significativas. Pero el nivel promedio sigue siendo bajo lo que hace recomendable avanzar en hacer entrega de información con un mayor grado de compromiso por parte de las empresas, a fin de reducir el riesgo [o la volatilidad] del precio accionario.

¹² Los costos de abatimiento ambiental suelen ser mucho más altos que los costos de prevención.

9. CONCLUSIONES Y DESAFÍOS

La primera conclusión que se puede obtener de este estudio, es que en Colombia hay muchas oportunidades para avanzar fuertemente en materias de Transparencia y Credibilidad Corporativa. Las firmas en las economías avanzadas presentan distancias significativas respecto al estándar mínimo encontrado, el que tanto para transparencia como para credibilidad alcanza los 53 puntos, en el entendido que esa es la distancia que tiene que recorrer la empresa colombiana que quedo en último lugar para alcanzar el estándar internacional.

Paralelamente, se observa que las sociedades anónimas colombianas abiertas a Bolsa no muestran un sesgo favorable a la credibilidad de la información. En la medida que haya un sesgo positivo, se podría pensar que habiendo información corporativa disponible ésta tiende a ser creíble, pero de acuerdo a los datos, no es posible llegar a esa conclusión.

En cuanto a los grados de sofisticación del contenido corporativo, Colombia se enfrenta a grandes desafíos. Sólo Ecopetrol instala todos sus indicadores por encima del mínimo global. Mientras Isagen instala 5 de 6 indicadores por sobre la norma. Las demás compañías presentan brecha negativas generalizadas.

En particular los gobiernos corporativos pueden ser mejorados, ya que [por ejemplo] sólo el 22% de las empresas revela tener un modelo de gobierno corporativo sobre el cual se sostienen sus procedimientos para adoptar decisiones, un 9% revela las asistencias de los directores [consejeros] a las reuniones de directorio [consejo] y sólo un 4% revela las remuneraciones de la alta dirección.

La información financiera parece ser el componente menos desarrollado por las sociedades abiertas colombianas, por ejemplo, el 11% de los emisores no había ubicado en su sitio corporativo su Memoria Anual, el 22% de los emisores analizados ofrece "ratios financieros" de su gestión y un 44% revelaba tener un estándar de manejo de la información financiera de la compañía.

Asimismo, los servicios al inversionistas presentan un rezago importante respecto a lo observado en las empresas globales, por ejemplo el 48% de las empresa ofrece las coordenadas de contacto de su oficina de relaciones con inversionistas, elemento que es una práctica generalizada en otros mercado, el 36 muestra la lista de analistas que siguen a la compañía y sólo un 33% revela su política de dividendos.

Una conclusión importante de surge de este esfuerzo realizado por IDN y KPMG es que para conseguir mejoras generalizadas en transparencia corporativa, deben concurrir una suma de esfuerzos: accionistas, directorios y alta gerencia, por un lado; reguladores, inversionistas institucionales y accionistas minoritarios, por el otro.

Desde el punto de vista de las políticas públicas, es posible sugerir mayores esfuerzos en tres áreas: instar a la Bolsa colombiana a adecuar sus requisitos para listarse a los estándares internacionales, elevar las exigencias de los reguladores en materias de transparencia corporativa e impulsar en el mercado la creación de índices o instrumentos [fondos mutuos, por ejemplo] que incluyan a empresas que cumplan con ciertas normas como por ejemplo en materias de y transparencia, sustentabilidad o buen gobierno corporativo.

En este mismo sentido, el proceso de integración de las Bolsas de Valores de Bogotá, Lima y Santiago, hace recomendable que las tres Bolsas hagan esfuerzos mancomunados por tender a igualar las condiciones en que sus emisores ponen a disposición de todos los inversionistas, toda la información relevante de las empresas que participan de este proceso de integración.

De hecho, el MILA podría convertirse en una gran oportunidad para que, con el fin mejorar los estándares de transparencia corporativa en los tres países, se promueva una guía de recomendaciones que, entre otras cosas, inste a todos los emisores a contar con un sitio web corporativo, a que usen ese canal para difundir en forma oportuna e igualitaria la información corporativa y a que lo hagan en la forma más amplia y profunda posible.

Finalmente, resulta obvio que Colombia necesita instalar este tema en la agenda pública para que empresarios, reguladores, inversionistas institucionales e incluso trabajadores, dimensionen la importancia de acercarse en el más breve plazo a los estándares imperantes en los mercados más avanzados, para evitar que en Colombia sufra un gran escándalo corporativo, tal como ya lo han experimentado EE.UU. [Enron], Europa [Parmalat], Japón [Nikon] y Chile [La Polar], provocando fuertes pérdidas para los fondos de pensiones.

RANKING COLOMBIA

Índice de Transparencia Corporativa 2012

RK	IGBC	EMPRESA	SECTOR	ITC-12	ICC-12	AIC-12
1	SÍ	ECOPETROL S.A.	Petroleo/Gas	70,9	73,1	97,7
2	SÍ	INTERCONEXION ELECTRICA S.A. E.S.P.	Energía	57,9	55,9	100,0
3	SÍ	ISAGEN S.A. E.S.P.	Energía	57,9	62,6	100,0
4	SÍ	ALMACENES EXITO S.A.	Comercio	52,1	63,4	100,0
5	SÍ	BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A.	Financiero	50,4	44,5	100,0
6	SÍ	GRUPO NUTRESA S.A	Alimentos	48,9	61,0	100,0
7	SÍ	INVERSIONES ARGOS S.A.	Holding	44,6	36,8	96,5
8	SÍ	BANCO DAVIVIENDA S.A	Financiero	43,3	45,3	100,0
9	SÍ	BANCOLOMBIA S.A.	Financiero	41,9	44,0	100,0
10	SÍ	EMPRESA DE ENERGIA DE BOGOTA S.A. E.S.P.	Energía	41,4	51,4	100,0
11	SÍ	CEMENTOS ARGOS S.A.	Cementos	40,4	50,8	100,0
12	SÍ	PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP	Energía	40,4	51,7	100,0
13	SÍ	BANCO DE BOGOTA S.A.	Financiero	37,0	40,9	97,0
14	SÍ	CELSIA S.A.E.S.P	Financiero	37,0	34,7	100,0
15	SÍ	HELM BANK S.A.	Financiero	36,6	35,8	100,0
16	SÍ	CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.	Financiero	36,6	32,7	100,0
17	SÍ	GRUPO INVERSIONES SURAMERICANA	Financiero	36,6	37,8	100,0
18	SÍ	CONSTRUCTORA CONCRETO S.A	Construcción	34,9	37,0	100,0
19	NO	BBVA COLOMBIA	Financiero	34,4	39,6	100,0
20	NO	PROMIGAS S.A. E.S.P.	Energía	34,1	42,4	100,0
21	NO	SOCIEDADES BOLIVAR S.A.	Financiero	33,7	32,0	100,0
22	SÍ	PETROMINERALES LTD	Petroleo/Gas	32,9	27,7	97,9
23	SÍ	AVIANCATACA HOLDING S.A	Transporte	32,9	37,2	100,0
24	NO	GAS NATURAL S.A. E.S.P.	Petroleo/Gas	31,7	43,9	98,3
25	SÍ	VALOREM S.A.	Financiero	31,5	20,1	100,0
26	SÍ	INTERBOLSA S.A.	Financiero	31,2	28,8	97,3
27	NO	TELEFONICA MOVILES COLOMBIA S.A.	Telecom	30,5	36,9	100,0
28	SÍ	MINEROS S.A.	Minería	30,3	40,9	100,0
29	SÍ	ENKA DE COLOMBIA S.A.	Industria	29,8	31,4	100,0
30	SÍ	ACERIAS PAZ DEL RIO S.A.	Industria	29,5	24,5	92,9
31	SÍ	BIOMAX BIOCOMBUSTIBLES S.A.	Minería	27,6	29,4	100,0
32	SÍ	ORGANIZACION DE INGENIERIA INTERNACIONAL S.A.	Servicios	25,7	27,4	100,0
33	SÍ	TABLEMAC S.A.	Industria	24,7	23,9	100,0
34	NO	EMPRESA DE ENERGIA DEL PACIFICO S.A. E.S.P.	Energía	24,7	24,8	100,0
35	SÍ	CANACOL ENERGY LTD	Energía	24,5	17,8	97,0
36	SÍ	BMC BOLSA MERCANTIL DE COLOMBIA	Financiero	24,2	17,4	100,0

Índice de Transparencia Corporativa 2012

RK	IGBC	EMPRESA	SECTOR	ITC-12	ICC-12	AIC-12
37	NO	AFP Y CES PROTECCION	Financiero	23,2	19,2	100,0
38	SÍ	EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DE BOGOTA S.A. E.S.P.	Telecom	23,2	21,1	100,0
39	SÍ	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.	Financiero	22,0	20,3	100,0
40	SÍ	FABRICATO S.A.	Industria	21,5	22,5	97,0
41	NO	BANCO DE OCCIDENTE S.A.	Financiero	18,6	17,5	100,0
42	NO	SOCIEDAD INVERSIONES ENERGIA	Holding	16,2	13,3	94,9
43	NO	BANCO COMERCIAL AV VILLAS S.A.	Financiero	15,5	11,8	100,0
44	NO	BANCO POPULAR S.A.	Financiero	13,3	13,8	100,0
	SÍ	COLTEJER S.A.	Industria	N.D.	N.D.	N.D.

Fuente: IdN Inteligencia de Negocios

ITC-12: Índice de Transparencia Corporativo 2012

ICC-12: Índice de Credibilidad Corporativa 2012

IAC-12: Índice de Actualización Corporativa 2012

*/ El sitio corporativo se encontraba en construcción al momento de la medición

ANEXOS

Compañías Globales 2012

A continuación se presenta la lista de las compañías globales que sirvieron para hacer los *benchmarks* internacionales.

EMPRESAS	
BRADESCO	PIRELLI
GERDAU	HONDA MOTOR
BHP BILLITON	MITSUBISHI
BARRICK GOLD	SUMITOMO
NOVARTIS	LOTTE SHOPPING
UBS	UNILEVER
BBVA	VOLVO GROUP
INDITEX	ACER
TELEFÓNICA	BRITISHTOBACCO
ALSTOM	RIO TINTO
AXAGROUP	VODAFONE
DANONE	FEDEX
L'OREAL	BRISTOL-MYERS SQUIBB
BASF	CHEVRON
BMW	EXXON MOBIL
COMMERZBANK	GOOGLE
LUFTHANSA	JOHNSON & JOHNSON
VOLKSWAGEN	MACY's
TATA MOTORS	PEPSICO
LUXOTTICA GROUP	PROCTER & GAMBLE

Metodología

La primera decisión metodológica que se adoptó fue establecer las necesidades de información de todos los *stakeholders* de una compañía, sobre la base de la normativa vigente en economías avanzadas y en las recomendaciones de organismos internacionales.

Para el trabajo se usó un método de investigación basado en fuentes secundarias de carácter público, lo cual posibilita convertir los datos disponibles en conocimiento. En particular éste consistió en un trabajo de búsqueda sobre la presencia o ausencia de los componentes informativos que ayudan a la formación de valor de una compañía.

La verificación de los componentes relevantes se hizo por medio de la revisión de información existente en los sitios web de un grupo seleccionado de compañías globales¹³, las cuales llevan a cabo una política de transparencia corporativa sustentada en las normas y recomendaciones internacionales. De este ejercicio se rescataron más de 80 atributos informativos, los cuales fueron agrupados de acuerdo a la afinidad del contenido o a su funcionalidad.

Los atributos fueron agrupados en seis determinantes, los cuales están en línea con los componentes de creación valor de una compañía, a saber: [1] presentación de la empresa y sus negocios, [2] gobierno corporativo, [3] información financiera, [4] información para el inversionista, [4] responsabilidad social y ambiental y [5] misceláneos [más detalles en la Tabla 3.1].

Cada grupo de variables se ponderó de acuerdo al número de atributos informativos, de tal modo que a mayor número de atributos, mayor ponderación. Estos ponderados fueron ajustados de acuerdo a la relevancia de la información, del mismo modo, a mayor relevancia, mayor ponderación.

Así, la mayor ponderación se dio a “información para el inversionista” donde se encuentran datos como hechos esenciales, cotización bursátil, listado de analistas que cubren la compañía, servicio de alerta electrónica y dividendos pagados, entre otros, mientras la menor ponderación se dio al ítem “herramientas” en donde se

incluyen funcionalidades digitales que facilitan el acceso a los contenidos.

Entonces, el indicador de transparencia corporativa quedó definido como:

$$ITC = \sum [m_i/n_i] \phi_i$$

En donde “m” es el número de atributos hallados en el factor *i* y “n” es el total de atributos del factor *i*, siendo ϕ_i el ponderador del factor *i*. Los ponderadores establecidos para la construcción del ITC fueron:

- Presentación y Negocios [pn]: 12%
- Gobierno Corporativo [gc]: 23%
- Información Financiera [if]: 19%
- Información para el Inversionista [ipi]: 27%
- RSE y RSA [rs]: 11%
- Herramientas [h]: 7%

Tal que:

$$ITC = pn10\% + gc25\% + if20\% + ip30\% + rs10\% + h5\%$$

Para establecer un ranking, se ordenaron de mayor a menor puntaje las compañías de acuerdo a su ITC.

Marco Teórico de la Diversificación de Inversiones

La teoría moderna de portafolios [TMP], fue desarrollada entre las décadas del 50 y el 70. Iniciada por Markowitz y seguida por una serie de autores, ésta es una formulación matemática del concepto de diversificación de la inversión, que propone seleccionar un conjunto de activos para invertir una porción en cada uno de ellos, porque la cartera tiene un riesgo colectivo menor que el de un activo individual. Incluso, la diversificación disminuye el riesgo en caso que los rendimientos de los activos no estén correlacionados negativamente e incluso en caso que lo estén positivamente.

En lenguaje común, puede decirse que los inversionistas buscan “no poner todos los huevos en una sola canasta”.

Más técnicamente, la TMP supone que el retorno esperado de un activo se distribuye en forma normal [campana de Gauss], lo cual define el riesgo como la

¹³ Ver anexo.

desviación estándar del retorno. Por lo tanto, la TMP propone la construcción de una cartera de inversión mediante la combinación de diferentes activos cuyos rendimientos no están correlacionados ciento por ciento en forma positiva, de tal modo que la TMP busca reducir la variación total del retorno de la cartera. La TMP supone que los inversionistas son racionales y los mercados son eficientes.

Matemáticamente:

$$E[R_p] = \sum w_i E[R_i],$$

Donde $E[R]$ es la esperanza de recibir un retorno, R_p es el retorno de la cartera de inversión, R_i es el retorno del activo "i" y w_i es la ponderación del componente del activo "i", es decir, el porcentaje [en valor] del activo "i" en la cartera.

Dadas las condiciones actuales de las tecnologías de la información y la integración de los sistemas financieros, es habitual observar que los capitales se mueven en forma casi instantánea de un país a otro, siempre en busca de la mejor inversión y del menor riesgo.

De tal modo que para que una compañía sea considerada dentro de una cartera de inversión global, ésta debe ofrecer a los potenciales inversionistas información relevante sobre sus actividades, operaciones, estado de situación financiera, etc., de tal manera que podría decirse que aquella que ofrezca más información, permite al inversionista sopesar mejor la relación riesgo/retorno de la empresa.

Dado lo anterior, aquella empresa que ponga a disposición en forma simple, efectiva y directa toda su información relevante al público general, tiene mayores posibilidades de ser considerada por un mayor número de inversionistas o fondos de inversión, de suerte tal que por sus títulos debiera haber una mayor demanda. Lo que debiera redundar en un mayor precio accionario y en una mayor capitalización bursátil, elevando el valor económico total de la compañía, beneficiando de este modo a todos sus accionistas.

Marco Teórico de los Componentes de Valor

La valoración de una compañía [en el entendido que hay una serie de acciones que las empresas hacen que le generan un valor añadido que en el largo plazo se traduce en una mayor valoración bursátil] puede

estructurarse desde el punto de vista de la teoría del Valor Económico Total [VET].

De acuerdo a este modelo, que fue desarrollado por Randall en 1.987 y fue continuado y perfeccionado por una larga serie de autores [ver bibliografía], el valor económico de un bien se construye sumando su valor de uso, su valor de no-uso, su valor de opción, su valor de legado y su valor de existencia.

Para el caso de los bienes ambientales, como por ejemplo un ecosistema, el valor económico total se desglosa en los siguientes componentes:

- valor de uso [directo e indirecto] + valor de opción + valor de legado + el valor de existencia

El enlace analógico de este modelo, desde un bien ambiental, hacia una compañía puede hacerse buscando empalmar los aspectos de valor con los componentes de valor añadido de una compañía. La propuesta de este trabajo es la siguiente:

- el valor de uso directo [los bienes y servicios que ofrece en el mercado, sus factores competitivos, su manejo de riesgo, etc.],
- el valor de uso indirecto [por su aporte a la competencia, a la eficiencia de los mercados, a la diversificación del riesgo y porque da empleo, mitigación de riesgos, entre otros],
- el valor de opción [sería deseable poder adquirir acciones de ésta en el futuro, respeto por el inversionista minoritario, información bursátil, planes de desarrollo, política de dividendos, etc.],
- el valor de legado [gracias a un buen gobierno corporativo se aumenta la probabilidad de persistencia en el tiempo de la compañía, permitiendo que las generaciones futuras también pudieran ser partícipes de su propiedad o ser empleadas por ella], y
- el valor de existencia [es deseable que la compañía persista en el tiempo porque es una firma innovadora, apoya a la comunidad, hace obras de beneficencia, etc.].

Con todo, para que el VET de una compañía se refleje tanto en su capitalización como en el precio de sus acciones, es indispensable que ésta ofrezca un nivel de transparencia corporativa suficiente como para que tanto los inversionistas como los demás grupos de interés puedan hacer una correcta evaluación del valor que ésta aporta a la sociedad.

Modelo de Credibilidad

La estimación en el grado de credibilidad de la información transparentada por una compañía se construyó a base de dos criterios: relevancia de la información y confiabilidad de la información.

La relevancia dice relación con el proceso de construcción de valor de una compañía. Mientras la confiabilidad se relaciona con la sustentabilidad de ese valor y de su sustentación en el tiempo.

En cuanto a la credibilidad, el hecho que la información esté suscrita por alguien [el presidente de la compañía, por ejemplo] le añade seriedad y responsabilidad a la información entregada. Más aún si esta está revisada por tercera partes y más aún si está auditada o certificada por firmas validadas por el mercado o por el regulador.

En cuanto a esto último, cabe señalar que la información auditada es considerada como más confiable que aquella que no lo es, pero eso no significa que ésta provea certeza absoluta de veracidad, porque como ya se ha visto en casos internacionales [Enron, Parmalat] y chilenos [La Polar] los auditores pueden ser engañados. Por lo tanto, nunca es posible estar 100% seguros que la información desplegada es absolutamente fidedigna, ya que quien tenga ánimo de defraudar, siempre encontrará caminos para hacerlo.

Los criterios aplicados al modelo de estimación del Índice de Credibilidad Corporativa, se muestra en la Tabla 3.c.

Tabla 3.c
Modelo de Credibilidad Corporativa

RELEVANCIA	INFORMACIÓN	CLASIFICACIÓN
BAJA	Narrada	A
MEDIA		A
ALTA		A
BAJA	Firmada	A
MEDIA		B
ALTA		B
BAJA	Revisada	B
MEDIA		C
ALTA		C
BAJA	Auditada	B
MEDIA		C
ALTA		C

Fuente: IDN

De esta forma el indicador quedó segmentado en tres sub componentes:

$$IN = \sum \alpha_i [CI_i],$$

$$IF = \sum \beta_i [CI_i],$$

$$IA = \sum \chi_i [CI_i],$$

En donde IN es información narrada, IF información firmada e IA es información auditada o certificada.

Finalmente, la Credibilidad Corporativa [CC] es igual a la suma de los tres sub componentes.

$$CC = IN+IF+IA$$

Modelo de Actualización

Para este análisis se consideraron 110 elementos de contenido, los cuales fueron marcados de acuerdo al número de trimestres de rezago en la información.

Para los temas de periodicidad anual se consideraron saltos de a 4 trimestres, mientras para los temas trimestrales se consideraron saltos unitarios.

Los trimestres se ponderaron de menor a mayor, en un sistema de castigo, tal que la información que no está rezagada recibe un castigo de nulo, y que la información que está rezagada en 16 trimestres recibe un castigo de 100%, es decir, se considera que en esa caso, la información no está presente.

Tal que:

$$IAC_i = 100 - \sum ID_{i-n} / IT_i * 100$$

En donde IAC_i corresponde al Índice de Información Actualizada de la empresa "i", igual a 100 menos la sumatoria de la Información Desactualizada de la empresas "i" en "n" periodos [ID_{i-n}] dividido por el total de la información presentada por la empresa "i" [IT_i].

Modelo de Sofisticación

Para este análisis se consideraron 110 elementos de contenido, los cuales fueron agrupados de acuerdo a su temática. En este sentido, cabe señalar que algunos componentes pueden pertenecer a más de una categoría por lo que en tales casos, se consideraron en forma múltiple para no reducir el alcance de este indicador.

En cada categoría, se ordenaron los contenidos por su grado de complejidad, a fin de observar los grados de elaboración de los mismos.

Todos los contenidos se ponderaron por igual, aunque en el futuro se espera poder diferenciar los distintos

tipos de contenidos, por su grado de dificultad y relevancia.

De tal modo que, el grado de sofisticación de los contenidos corporativos se midió en forma independiente para cada tipo de contenido, tal que:

$$GSC_i = \Sigma C_i / N_i * 100$$

En donde, GSC es el grado de sofisticación de los contenidos, C_i es la cantidad de información del

contenido i , y en donde N_i , es la cantidad máxima de información solicitada al contenido i .

Para cada tipo o categoría de contenido se trabajó en forma independiente, de modo que este ejercicio se repitió para cada una de ellas.

Bibliografía

FALTAN LAS LEYES

- Almer, Bertil. Modern General Risk Theory: Risk Elements – Definitions and General Properties. Casualty Actuarial Society, Vol. 2, No.4. 1967.
- American Academy of Actuaries. Risk Classification Statement of Principles. Committee on Risk Classification. www.actuary.org
- Bovespa. Procedimentos para Registro de Companhias na BOVESPA. Gerência de Desenvolvimento de Empresas. 2010. www.bmfbovespa.com.br
- Bovespa. Novo Mercado. Governança Corporativa. Maio 2009. www.bmfbovespa.com.br
- CONFECÁMARAS. Código de Mejores Prácticas Corporativas. 2007. www.confecamaras.org.co/
- CONFECÁMARAS. Colombian Guide of Corporate Governance for Closed Societies and Family Firms. 2009. www.confecamaras.org.co/
- Economiesuisse. Swiss code of best practice for corporate governance. July 2002. www.economiesuisse.ch
- Financial Reporting Council. The Combined Code on Corporate Governance, June 2008. United Kingdom.
- Finger, Robert J., Risk Classification [Chapter 6]. Foundations of Casualty Actuarial Sciences, 4th edition Casualty Actuarial Society - Arlington, Virginia 2001: 4th edition. 287-342.
- German Government Commission. German Corporate Governance Code.. May 2010 [as amended].
- Global Reporting Initiative. G3 Guidelines, 2006. www.gri.org
- Hoehn, John P. and Alan Randall. 1987. "A Satisfactory Benefit-Cost Indicator from Contingent Valuation," Journal of Environmental Economics and Management, 14: 226-247.
- Hull, John; Predescu, Mirela and White, Alan. "The relationship between credit default swaps spreads, bonds yields, and credit rating announcements. Joseph L. Rotman School of Management, U. of Toronto, 105 St. George Street, Toronto, ON M5S 3E6, Canada.
- Kelliher, P.O.J., D. Wilmot, J.Vij and P.J.M.Klumpes. Risk Classification Working Paper. A Common Risk Classification System for the Actuarial Profession. [Version 3.3 Completed 6th January 2011].
- Krutilla J.V. and Fisher A.C., 1985. "The Economics of Natural Environments: Studies in the Valuation of Commodity and Amenity Resources". Washington, Resources for the Future.
- Long, John D.; "Soft Spots in Insurance Theory," Issuc-s in Insurance. Vol. II, American Institute for Property and Liability Underwriters. 1978.
- Markowitz, H.M. [March 1952]. "Portfolio Selection". The Journal of Finance 7 [1]: 77–91.
- Markowitz, H.M. [1959]. "Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments". New York: John Wiley & Sons. <http://cowles.econ.yale.edu/P/cm/m16/index.htm> [Reprinted by Yale University Press, 1970, ISBN 978-0300013726; 2nd ed. Basil Blackwell, 1991, ISBN 978-1557861085].
- OCDE. Principios de Gobiernos Corporativos de la OCDE, 2004. Traducción.
- ONU. Orientación sobre Buenas Prácticas para la Presentación de Información sobre la Gobernanza de las Empresas. Septiembre 2005. www.un.org/es
- Peterson, George L. & Swanson, Cindy Sorg. & Rocky Mountain Forest and Range Experiment Station [Fort Collins, Colo.]. "Toward the measurement of total economic value". 1987.
- Randall, A. [1987] "Resource Economics: An Economic Approach to Natural Resource and Environmental Policy", 2nd Edition, New York: John Wiley and Sons.
- Randall, Alan. "Total Economic Value as a Basis for Policy". Department of Agricultural Economics and Rural Sociology, The Ohio State University, Columbus, Ohio 43210, USA. 1987.
- Richard G. Woll, "A Study of Risk Assessment," PCAS LXVI. 1979.

- Sharpe, William F. [1964]. "Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk". *Journal of Finance* 19 [3]: 425–442.
- South Korea, Republic of. Code of Best Practice for Corporate Governance, September 1999.
- Stanford Research Institute. *The Role of Risk Classification in Property and Casualty Insurance*. Final Report, May 1976.
- The Conference Board. "Corporate Governance Best Practices: A Blueprint for the Post-Enron Era". By Carolyn Kay Brancato and Christian A. Plath. 2003.
- The Institute of Chartered Accountants in England and Wales. *Internal Control: Guidance for Directors of the Combined Code*. London: Accountancy Books, 1999.
- Tobin, James [1958]. "Liquidity preference as behavior towards risk". *The Review of Economic Studies* 25 [2]: 65–86.
- Toronto Stock Exchange. *Corporate Governance: A guide of good disclosure*. 2003. www.tmx.com
- Transparency International. *Transparency in Corporate Reporting: Assessing the World's Largest Companies*. 2012. www.transparency.org/
- United Nations. *Guidance on Good Practices in Corporate Governance Disclosure*. New York and Geneva 2006.
- U.K. Parliament. *The Financial Services and Markets Act 2000*. www.legislation.gov.uk y www.statulaw.gov.uk
- U.K. Parliament. *The National Archives of the UK Legislation*. Bribery Act 2010. www.legislation.gov.uk
- U.S. Government Printing Office. *Public Law 107-204. Sarbanes-Oxley Act of 2002*. www.gpo.gov
- U.S. Stocks Exchange Commission. *Rules and Regulations for the Securities and Exchange Commission and Major Securities Laws*. www.sec.gov/about/laws/secrulesregs.htm
- Walker Working Group. *Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity*. Nov-2007. www.walker-qmg.co.uk/

Chile Transparente
Av. Providencia 1017, Providencia Santiago de Chile
www.chiletransparente.cl

I²N Inteligencia de Negocios
Holanda 672, of. 402, Providencia, Santiago de Chile
www.inteldenegocios.cl

KPMG Chile
Isidora Goyenechea, 3520, Las Condes, Santiago, Chile
www.kpmg.com/cl/es/Paginas/default.aspx

Septiembre de 2012
Edición Digital¹⁴

¹⁴ Esta publicación se encuentra protegida por la Ley N° 17.336 sobre Propiedad Intelectual. Su reproducción está prohibida sin la debida autorización de Chile Transparente, I²N Inteligencia de Negocios y KPMG Chile. Es lícita la reproducción de fragmentos, siempre y cuando se mencionen su fuente, título y autor.