

Transparencia Corporativa

MILA 2012

Resumen Ejecutivo



EQUIPO I^dN

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. El MILA.....	5
2. Marco Teórico.....	7
2.1 Valor Corporativo.....	7
2.2 Riesgo Corporativo.....	8
3. Meta Indicador.....	10
3.1 Transparencia Corporativa.....	10
3.2 Sofisticación de Contenidos.....	11
3.3 Credibilidad Corporativa.....	11
3.4 Actualización de la Información.....	12
4. Resultados 2012.....	13
2.1 Transparencia Corporativa.....	13
2.2 Credibilidad Corporativa.....	14
2.3 Dispersión de Datos.....	15
2.5 Sectores.....	16
2.4 Actualización de la Información.....	17
3. Conclusiones y Desafíos.....	18
Ranking S&P MILA 40.....	20
Anexos.....	21
Compañías Globales 2012.....	21
Metodología.....	22
Bibliografía.....	24

AGOSTO 2012

PRESENTACIÓN

En septiembre del 2011, se llevó a cabo en Chile 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 Chile Transparente, la Facultad de Comunicaciones de la Universidad del Desarrollo, I^dN Inteligencia de Negocios y KPMG Chile con objeto de fomentar la transparencia en el sector privado de los países América Latina y elevar la valoración de la transparencia como valor social que beneficia a toda la sociedad y que en el caso de la transparencia corporativa orientada a los emisores bursátiles, beneficia directamente a los fondos de pensiones y por su intermedio a los trabajadores que aportan a estos fondos.

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 corporativa.

La forma de plasmar esta iniciativa es por medio de una medición de transparencia corporativa para los mercados miembros del MILA y difundirlos en cada uno de ellos, así como otras instancias en las cuales resaltar los beneficios de esta cultura. Más adelante se irán sumando más mercados y más instancias a esta medición.

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 América latina tomen consciencia de los beneficios que tiene llevar a cabo una política de transparencia corporativa con estándares equivalentes al que se observa en mercados más desarrollados.

Chile Transparente
 Facultad de Comunicaciones UDD
 I^dN Inteligencia de Negocios
 KPMG Chile

1. EL MILA

La Bolsa de Valores de Colombia, la Bolsa de Valores de Lima (Perú) y la Bolsa de Comercio de Santiago (Chile), junto con los respectivos depósitos de valores de cada país [DCV, Deceval y Cavali], han comenzado un proceso de integración de sus mercados de renta variable. Proyecto que pretende diversificar, ampliar y hacer más atractiva la negociación de este tipo de activos en los tres países, tanto para inversionistas locales como extranjeros.

Este proyecto se conoce como Mercado Integrado Latinoamericano [MILA] y busca el desarrollo del mercado de capitales a través de la integración de los mismos para proporcionar a los inversionistas una mayor oferta de valores y a los emisores mayores fuentes de financiamiento.

El proceso comenzó el 21 de junio del año 2010, con una reunión de los reguladores de los tres países, la SFC de Colombia, la SVS de Chile y la Conasev de Perú. Luego de tres visitas de acercamiento de los interesados (a Santiago, Lima y Bogotá), el MILA se lanzó el 9 de noviembre de 2011. Y el 22 de ese mes comenzaron las pruebas operativas de esta iniciativa. A fines de abril de 2011 se activaron las etapas de alistamiento, marcha blanca y producción, las que dieron la partida oficial al MILA el 30 de mayo de 2011.

El potencial de esta iniciativa no es marginal. Una vez que el MILA esté totalmente operativo será el con mayor número de emisores en la región (564, versus 406 en México y 386 en Brasil), el segundo en tamaño de capitalización bursátil [después de Brasil] y el tercero en cuanto a volumen de negociación [después de Brasil y México].

Tabla 1

Bolsas de América Latina Variables seleccionadas, a junio de 2012

	Empresas Listadas [N°]	Capitalización de Mercado [Mill. USD]	Valor Transado [Mill. USD]
BM&F BOVESPA	372	1.135.006	468.129
Bolsa de México	133	453.316	60.009
MILA	861	616.661	49.853
BC Santiago	515	294.768	24.503
BC Colombia	85	231.906	23.221
BC Lima	261	89.987	2.129
BC Buenos Aires	104	31.174	1.286

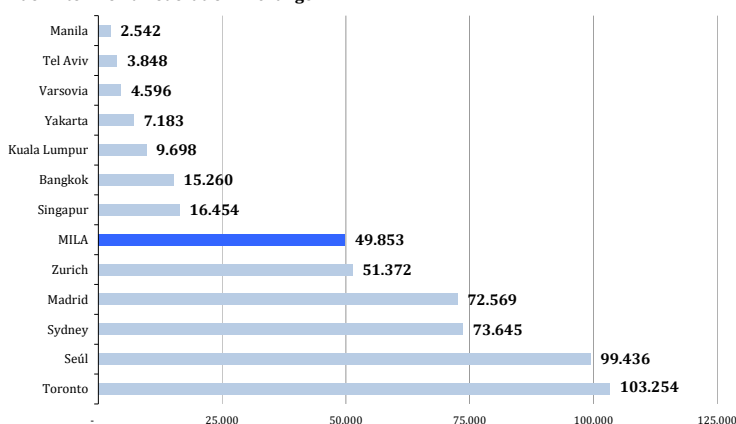
Fuente: World Federation of Exchanges

De hecho, el MILA alcanza un valor transado conjunto que se pone a la altura de los montos negociados en acciones en Zurich, superando a lo transado en Singapur, Bangkok, Kuala Lumpur, Yakarta, entre otras. La adhesión al MILA de nuevos actores, como la Bolsa de México, lo podrían poner a competir con plazas importantes como Seúl y Toronto, superando incluso a Madrid y Sydney.

Valor Transado en Plazas Bursátiles

A junio de 2012 - en MMUS\$

Fuente: World Federation Exchange



Sin duda que el MILA debiera generar beneficios para los actores ligados a este mercado bursátil. Para los inversionistas traería "mayores alternativas de instrumentos financieros, mayores posibilidades de diversificación, mejor balance riesgo-retorno, mayores posibilidades de crear nuevas carteras para distribución a clientes locales". Para los emisores permitiría "acceso a nuevos mercados, ampliación de la demanda para su financiamiento captando el interés de mayor número de inversionistas y reducción de costos de capital para las empresas". Y para los intermediarios, fomentaría "la integración de plazas bursátiles más atractivas y competitivas, aumentaría la gama de productos para distribuir a sus clientes y posibilitaría la creación de nuevos vehículos de inversión, fortalecimiento tecnológico y adopción de estándares internacionales"¹.

Sobre este último punto, efectivamente el ejercicio de este reporte se instala como una herramienta efectiva para conocer qué tanto se ha avanzado en la adopción de estándares internacionales en materia de transparencia corporativa.

¹ www.mercadointegrado.com

2. MARCO TEÓRICO

El interés de los inversionistas es maximizar las ganancias, pero con el menor nivel de riesgo posible. Una de las formas de reducir el riesgo es diversificando las inversiones en distintos instrumentos y plazos. Así, un inversionista racional tendrá en su cartera de inversiones acciones especulativas, acciones defensivas, dólares, euros, yuanes, reales, pesos, francos suizos, etc., depósitos a plazo, inversiones inmobiliarias, fondos mutuos, *private equities*, etc.

Pero para reducir el riesgo no basta con diversificar. También es importante contar con información confiable y de calidad tanto sobre los instrumentos como las condiciones de la economía y los mercados.

En este sentido, toma relevancia detenerse en la calidad de la información con que cuentan los inversionistas. En especial aquella que dice relación con las empresas que emiten tanto instrumentos de deuda como acciones. De tal modo que los inversionistas están interesados en saber si la información contable es auditada o no y cuál es la opinión del auditor. Les interesa saber cómo opera el gobierno corporativo, cuál es su nivel de profesionalismo y qué certezas le da éste a todos sus accionistas sobre la sustentabilidad del valor de la empresa.

El presente trabajo se enfoca en los factores de información corporativa que determinan la variabilidad del valor de una compañía en el largo plazo. Por una parte, se determina la cantidad y la sofisticación de los contenidos que sostienen el valor de una compañía desde el punto de vista de sus fundamentos y, por otra, aquellos componentes de credibilidad y actualización de la información que contribuyen a reducir la incertidumbre sobre el valor esperado de esa compañía.

2.1 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 [VET], desarrollada inicialmente por Alan Randall en 1987² y continuada por muchos otros autores³, los bienes [o activos] no son sólo valorados por su precio [valor de intercambio], sino que corresponden a la suma de todos sus componentes de valor, es decir, a su valor económico total, que incluye:

- el valor de uso directo,
- el valor de uso indirecto,
- el valor de opción,
- el valor de legado, y
- el valor de existencia⁴.

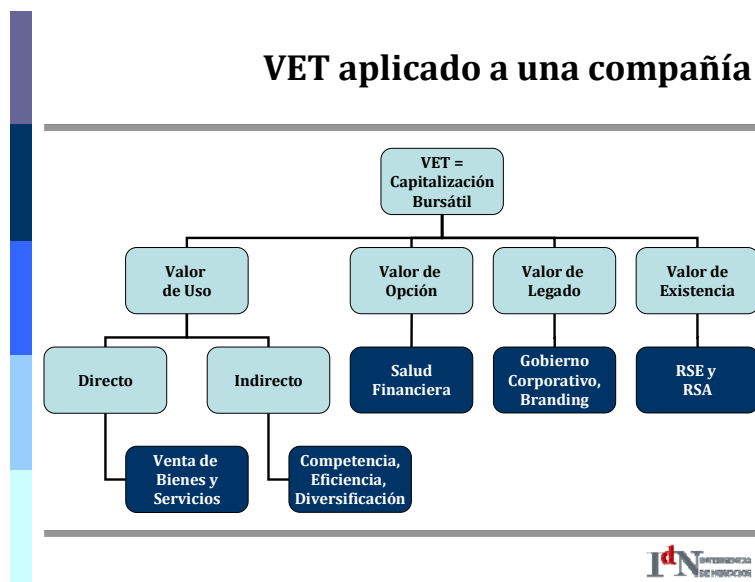
Un esquema de esta interpretación se muestra en el diagrama "VET aplicado a una compañía".

² 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.

³ Krutilla, J.V., Randall, J., Bishop, R.C., Peterson, G.L., entre otros.

⁴ Para más detalles, ver Reporte de Transparencia Corporativa 2010.

Dado lo anterior, para una compañía, la existencia de un negocio claro, contar con buen *management* y buenos planes estratégicos, sumados a la producción de productos y servicios valorados por la sociedad y el desarrollo de ventajas competitivas propias, la proveen de 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 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 agregado a su capacidad de innovar, genera su valor de opción.



Un buen gobierno corporativo contribuye a que una compañía genere valor en el tiempo, por medio de una administración profesional y ética de negocios, proporcionándole su valor de legado [sustentabilidad]. Paralelamente, las acciones de responsabilidad social y ambiental [RSE y RSA] generan valor de existencia a una compañía porque, a pesar de que gran parte de la sociedad puede nunca comprar acciones o trabajar en esa empresa, sí valora los aportes que ésta hace a la sociedad y sus grupos de interés.

2.2 Riesgo Corporativo

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 tener acceso a la mayor cantidad de información de una empresa con altos grados de confiabilidad en la misma y lo más actualizada posible, son elementos que aumentan la confianza de los inversionistas y por esa vía envían una señal de bajo riesgo.

El mercado asume 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.

Pero en la actualidad, las clasificadoras de riesgo no consideran una serie de factores a la hora de hacer sus estimaciones. Por ejemplo, no consideran la

calidad del gobierno corporativo como fuente de valor de una empresa y elemento que tiende a reducir el riesgo, lo que es especialmente sensible a la hora de hacer comparaciones de clasificaciones de empresas de distintos países, cuando estos tienen una legislación y organismos controladores con distintos enfoques y distintas atribuciones fiscalizadoras.

Si bien el mercado es capaz de generar instrumentos de cobertura adecuados, como los *credit default swaps* [que son tasas de riesgo que se observan en el mercado en forma diaria] esto no significa que exista una noción correcta del nivel de riesgo que se está asumiendo al invertir en una compañía.

Por esto, el meta-indicador de transparencia corporativa podría ser considerado como parte de un modelo de evaluación de las clasificadoras de riesgo, ya que entrega nueva información sobre el riesgo asociado a las estimaciones de valor de una empresa.

3. META INDICADOR

3.1 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.

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 o determinantes, más un [1] componente facilitador de la información. Cada determinante se ponderó de manera distinta, de acuerdo al grado de importancia que tienen en el manejo de la empresa. Para conocer sobre la mecánica operativa del modelo, se recomienda leer el anexo metodológico del ITC 2010. El detalle se puede apreciar en la Tabla 3.1

Table 3.1: Corporate Transparency Model

DETERMINANTES	PONDERADORES	ATRIBUTOS	N° DE CONTENIDOS	EJEMPLOS
Presentación & Negocios	10%	Descripción sobre el negocio de la empresa, sinopsis histórica, fortalezas, cobertura comercial, etc.	10	Historia de la empresa Misión, visión, valores, Empresas del grupo Presencia en otros países
Gobierno Corporativo	25%	Descripción detallada de la organización y su forma de gobierno.	29	Estatuto legal (escritura) Composición del capital Estructura Corporativa Organigrama Pagos al directorio
Servicios e Información para el Inversionista	20%	Datos que un inversionista desea saber, desde los hechos esenciales hasta los planes estratégicos pasando por los dividendos, la cotización bursátil, etc.	22	Hechos esenciales Presentaciones Calendario de eventos Política de dividendos Batería de Preguntas Frecuentes
Información Financiera	30%	Estándares contables, formatos de entrega, supervisiones y periodicidad en la entrega de la información.	14	Reporte Anual con EE.FF. auditados EE.FF. trimestrales Indicadores Financieros (ratios)
Sustentabilidad	10%	Descripción y datos sobre políticas de sustentabilidad del negocio y relación con sus grupos de interés.	25	Estrategia y políticas Salud y seguridad de los trabajadores Desechos Ahorros de energía Reporte de Sustentabilidad
Herramientas	5%	Herramientas que facilitan la búsqueda y comprensión de la información.	10	Contáctenos Otros idiomas Facebook - Twitter

Fuente: IDN

3.2 Sofisticación de Contenidos

En la versión 2011 de este reporte se consideraron más de 85 tipos de contenido para confeccionar el Índice de Transparencia Corporativa. En esta segunda versión la consideración alcanzó las 110 variables. Pero esto no significa solo un aumento en el número de ítem considerados, si no que – además- se estableció la existencia de un nivel de complejidad creciente en la elaboración de los contenidos.

Lo anterior justifica una consideración sobre la complejidad de contenidos que son progresivamente más difíciles de generar. 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.

3.3 Credibilidad Corporativa

La estimación del grado de credibilidad de la información transparentada por una compañía se construyó sobre la 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 de la información entregada. Más aún, si ésta 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 da certeza absoluta de veracidad, 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 muestran en la Tabla 3.3.

Tabla 3.3
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
	Auditada	C

Fuente: IdN

Por ejemplo, entre los distintitos 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 "A" y "B".

3.4 Actualización de la Información

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 mayo 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 períodos de rezago con que se encontró la información presente en el sitio web corporativo.

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: si sólo se encontró la Memoria Anual del año 2010 se marcó como "-4", es decir, con cuatro trimestres de desactualización, mientras si sólo estaba el informe trimestral del tercer trimestre de 2011 se marcó como "-2", es decir, 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%. Para más detalles, ver anexo metodológico.

4. RESULTADOS 2012

Pero primero que todo, conviene señalar que las empresas que en este reporte han sido evaluadas en los aspectos relativos a transparencia corporativa, cumplen a cabalidad con la Ley y las regulaciones vigentes en cada uno de sus países, de modo que los anhelos de mayor transparencia están en la esfera de lo voluntario, de lo deseado y no de lo legal u obligatorio.

Dado lo anterior, y de acuerdo con el anhelo del MILA por alcanzar mejores estándares internacionales, el ejercicio de medición de Transparencia Corporativa en los principales emisores de títulos accionarios de los tres mercados, pone a prueba a éstos contra un grupo de grandes empresas globales, todas las cuales cotizan en mercado aparentemente más exigentes que los de nuestros países.

Algunas de las empresas consideradas para construir el *benchmark* fueron BHP BILLITON, NOVARTIS, INDITEX, ALSTOM, BMW, PIRELLI, MITSUBISHI, ACER, FEDEX y PEPSICO⁵. En total fueron 40 compañías con sede en diferentes economías avanzadas, las cuales sirvieron como paradigma de mejores prácticas internacionales en transparencia corporativa.

En el caso de estudio, la mayoría de las grandes plazas bursátiles las empresas cuentan con Guías de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, las que 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 éstas deben comunicarse con sus accionistas y grupos de interés (*stakeholders*). Colombia y Perú cuentan con Guías de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo. Chile no.

La recomendación sobre transparencia y difusión de información radica en la necesidad de igualar las condiciones de información corporativa 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.

2.1 Transparencia Corporativa

El nivel mínimo de Transparencia Corporativa encontrado en el *benchmark* global fue de 63,2 puntos, con un máximo de 89,1 puntos, para 110 elementos de contenido corporativo solicitado. Esto significa que -en términos gruesos- al menos 70 tópicos informativos deben estar presentes para alcanzar el estándar internacional.

Para el caso de los mercados en estudio, todos se encuentran -en promedio- bajo la norma internacional encontrada.

Cuatro observaciones se pueden hacer a partir de la gráfica que resume estos resultados [MILA: Transparencia Corporativa 2012]. La primera es que la dispersión encontrada en los mercados locales es significativamente mayor al estándar internacional, mientras en el estándar global la diferencia entre el mayor y el menor valor encontrado es de 25,9 puntos, en las empresas del

⁵ Ver anexo para conocer la lista completa.

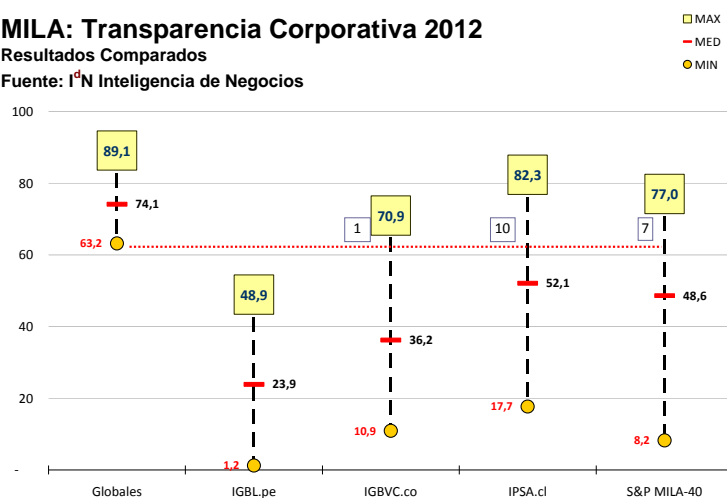
mercado colombiano es de 58,8 puntos, en las del índice chileno es 64,4 puntos y en las peruanas es de 47,7 puntos.

La segunda es que el nivel promedio de la transparencia corporativa también es significativamente más bajo en los mercados locales. Mientras el Índice de Transparencia Global promedio es 74,1 puntos, el del índice colombiano es 34,5 puntos [46,6% del promedio global], el del chileno es 52,1 puntos [70,2% del promedio global] y el del índice peruano es 23,9 puntos [32% del promedio global].

MILA: Transparencia Corporativa 2012

Resultados Comparados

Fuente: IDN Inteligencia de Negocios



La tercera, es que el mercado chileno revelaría un mayor nivel de transparencia corporativa, seguido por el mercado colombiano, dejando al mercado peruano como el más rezagado en esta materia.

Y la cuarta, es que el número de empresas de cada mercado que superan el estándar internacional varía. Mientras en Perú ninguna lo logra, en Colombia una lo consigue y en Chile 10 lo hacen. En el índice combinado, seis empresas chilenas y una colombiana alcanzan el estándar.

Por su parte, el indicador promedio del grupo de empresas de los tres países que forma parte del índice S&P MILA40 es de 48,6 puntos. Este nivel es 13% superior al que se obtiene de ponderar el IPSA, el IGBVC y el IGBL por la tasa de empresas que aportan al S&P MILA 40. Esto se debe a que el índice incluye 55% de empresas chilenas, las que ofrecen a buena parte de las mejores prácticas corporativas del país.

2.2 Credibilidad Corporativa

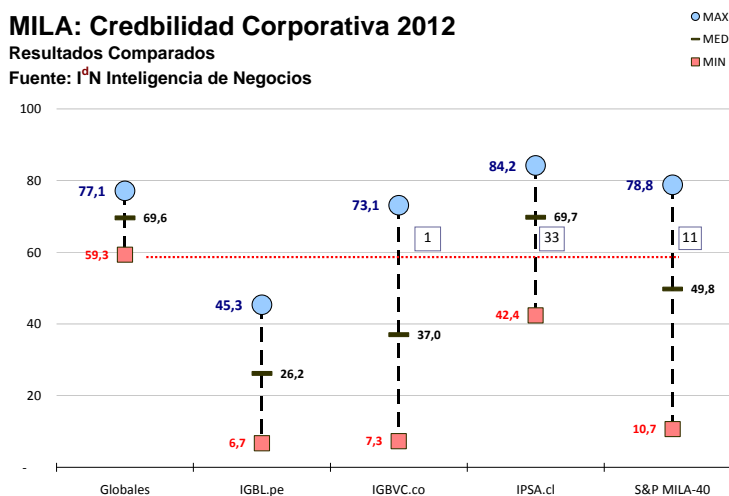
En materia de credibilidad, el nivel mínimo encontrado fue de 59,3 puntos, con un máximo de 77,1 puntos, para 110 elementos de contenido corporativo solicitado. Esto significa que -en términos gruesos- al menos 66 tópicos informativos deben estar presentes para alcanzar el estándar internacional.

Para el caso de los mercados en estudio, todos se encuentran -en promedio- bajo la norma internacional encontrada.

Cuatro observaciones se pueden hacer a partir de la gráfica que resume los resultados [MILA: Credibilidad Corporativa 2012].

La primera es que la dispersión encontrada en los mercados locales es significativamente mayor al estándar internacional, mientras en el estándar global la diferencia entre el mayor y el menor valor encontrado es de 17,8 puntos, en las empresas del mercado colombiano es de 65,8 puntos, la del índice chileno es 41,9 puntos y la del índice del mercado peruano es de 38,7 punto.

La segunda es que el nivel promedio de la credibilidad corporativa también es significativamente más bajo en los mercados locales. Mientras el Índice de Transparencia Global promedio es 69,6 puntos, el del índice peruano es de 24,9 puntos [35,8% del promedio global], el del colombiano es 33,9 puntos [48,7% del promedio global] y el del chileno es 69,7 puntos [100,2% del promedio global]. Esto último significa que el IPSA Chileno ofrece un grado de credibilidad de la información transparentada equivalente al de los mercados globales, pero con un menor nivel de entrega de información.



La tercera, es que el mercado chileno revelaría un mayor nivel de credibilidad a nivel local, seguido por el mercado colombiano, dejando al mercado peruano como el más rezagado en esta materia.

Y la cuarta, es que el número de empresas de cada mercado que superan el estándar internacional varía. Mientras en Perú ninguna lo logra, en Colombia una lo consigue y en Chile 33 lo hacen. En el índice combinado, diez empresas chilenas y una colombiana alcanzan el estándar global.

Por su parte, el indicador promedio del grupo de empresas de los tres países que forma parte del índice S&P MILA40 es de 49,8 puntos. Este nivel es 7,1% inferior al que se obtiene de ponderar el IPSA, el IGBVC y el IGBL por la tasa de empresas que aportan al S&P MILA 40. Esto se debe a que el índice incluye 55% de empresas chilenas pero estas no incluyen a todo el grupo de empresas ostenta las mejores prácticas de credibilidad corporativas del país.

2.3 Dispersión de Datos

Siendo el nivel de promedio de las empresas que pertenecen al S&P MILA 40, de 48,6 puntos en materia de transparencia y de 49,8 puntos en materia de credibilidad, conviene observar como se distribuyen los puntajes de estas

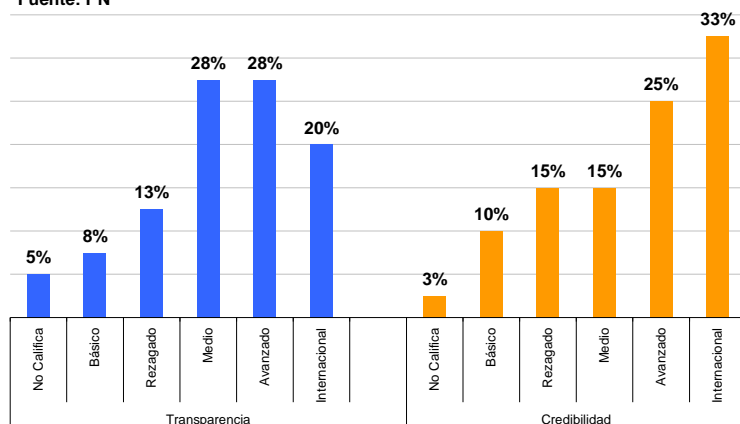
empresas para apreciar el grado de dificultad implícita en alcanzar el estándar internacional.

Como se aprecia en el gráfico "S&P MILA 40: 2012 Transparencia y Credibilidad: Dispersión de datos" ninguno de los dos se comporta como una distribución normal⁶.

S&P MILA 40: 2012

Transparencia y Credibilidad: Dispersión de datos

Fuente: IDN



Para el caso de Transparencia Corporativa, los tres niveles inferiores acumulan 26% de la muestra, mientras los niveles superiores acumulan 48% de los datos. En el centro se reúne 28% de estos. Lo anterior da pie para pensar que al menos 28% de las empresas que forma parte del S&P MILA 40 podrían en el corto plazo mejorar sus niveles de transparencia corporativa y alcanzar el estándar internacional.

Para el caso de Credibilidad Corporativa, los tres niveles inferiores acumulan 28% de la muestra, mientras los niveles superiores acumulan 58% de los datos. En el centro se reúne sólo el 15% de estos. Lo anterior da pie para pensar que al menos 25% de las empresas que forma parte del S&P MILA 40 podrían en el corto plazo mejorar sus niveles de credibilidad corporativa y alcanzar el estándar internacional.

Lo anterior permite ser optimistas sobre los resultados de este grupo de empresas en el corto plazo, pero estas mejoras dependen más de las empresas, que de los reguladores y las Bolsas.

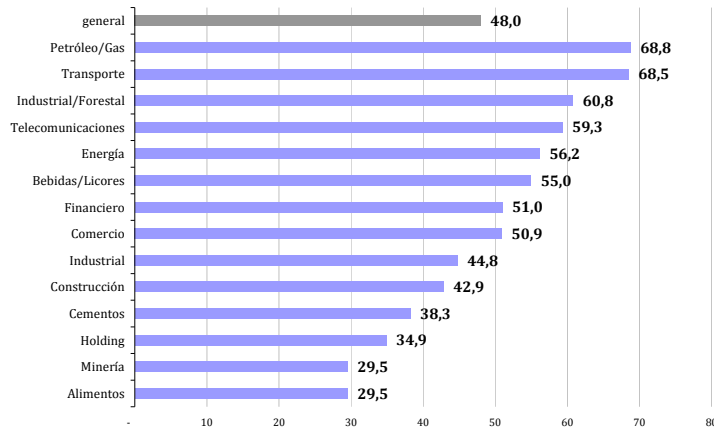
2.5 Sectores

Desde el punto de vista sectorial, las empresas del MILA que presentan el mayor nivel de Transparencia Corporativa son las del sector Petróleo y Gas [68,8 puntos en promedio] seguidas por Transporte [68,5 puntos en promedio]. Además, alcanzan el estándar global los sectores Industrial/Forestal [60,8 puntos en promedio] y Telecomunicaciones [59,3 puntos en promedio]. El resto de los sectores se distribuye entre los 57 y 34 puntos. Excepto por Minería y Alimentos, ambos con 29,5 puntos en promedio.

⁶ Campana de Gauss.

S&P MILA40: Transparencia por Sectores 2012

Fuente: IdN Inteligencia de Negocios

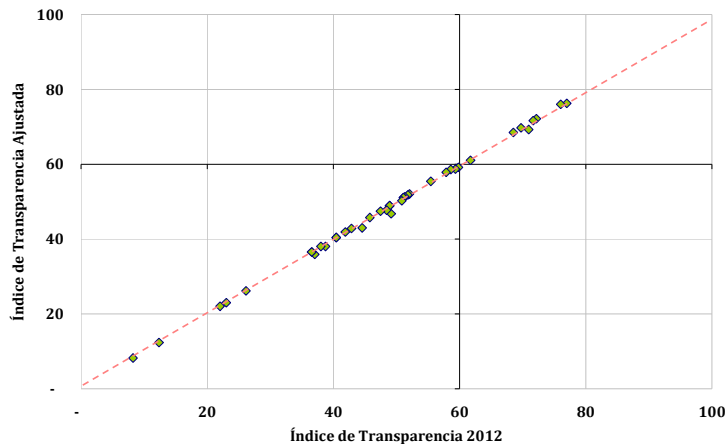


2.4 Actualización de la Información

En general se observa que los indicadores de transparencia ajustada, es decir, el indicador obtenido por cada emisor que es parte del S&P MILA 40 castigado por el grado de desactualización de la información entregada, presentó un muy buen ajuste, casi no se observan desviaciones de modo que el indicador mínimo es de 95,2 puntos, el promedio es 99,4 puntos y el máximo es 100 puntos. Muy baja dispersión.

S&P MILA-40: Actualización vs. Transparencia

Fuente: IdN



Como se aprecia en el gráfico "Actualización y Transparencia: MILA 2012, la mayor parte de los puntos [que representan las 40 empresas consideradas para el análisis] se ubican por encima de la línea de 45°, que simboliza la igualdad en el indicador de transparencia con respecto a la credibilidad.

Lo anterior significa que las empresas que forman parte de este indicador, mantienen -en la mayoría de los casos- a todos sus accionistas [controladores y minoritarios] informados en forma oportuna y equivalente. Aunque esto no significa que revelen toda la información necesaria.

3. CONCLUSIONES Y DESAFÍOS

La primera conclusión que se puede obtener de este estudio, es que el MILA aún no satisface la promesa de instalar mejores estándares entre sus emisores. Al menos no aún en lo que se refiere a Transparencia Corporativa.

En concreto, se observan muchas oportunidades para avanzar en materia de Transparencia y Credibilidad Corporativa.

Si bien las firmas chilenas presentan un mejor posicionamiento, relativo, esto no las exime del desafío ya que las distancia encontradas, especialmente en materia de transparencia, siguen siendo considerables.

El caso de Perú parece ser el de mayor rezago, ya que ningún emisor de su mercado alcanzó a instalarse por sobre el mínimo que sugiere la norma internacional, de modo que en el caso de Perú, el desafío es doble: mejorar el indicador promedio del mercado y comenzar a instalar a sus mejores empresas dentro del estándar internacional.

En Colombia, sólo una firma lo logra el estándar global: Ecopetrol, que concentra el 27% del Índice Bursátil de Colombia. El desafío también podría ser doble, mejorar el indicador promedio en 2013 y conseguir que Pacific Rubiales [que representa el 23,3% de IGBC, la segunda firma más transada en este mercado] también lo alcance.

Para Chile, que ya cuenta con tres mediciones para este indicador (2010, 2011 y 2012), el desafío ahora es hacer que el indicador promedio supere al mínimo internacional. Esto significa subir 7,2 puntos (13%) pero también significa hacer que las once empresas que alcanzan más de 50 puntos en el ITC, puedan avanzar en 2012 por encima de los 63 puntos.

Otros elementos que se aprecian en los reportes particulares de cada mercado, es que tanto Chile como Perú, aún tienen emisores que no ofrecen un sitio Web informativo a los accionistas minoritarios. Y si bien estos no forman parte del grupo de empresas más transadas en el MILA, como norma mínima, debiera avanzarse en ese sentido.

Por su parte, los emisores chilenos tienen un sesgo favorable a la credibilidad de la información corporativa, lo que no se percibe en los mercados peruanos y colombiano. Habría entonces, otros desafíos importantes en estos países para promover la entrega de información corporativa con mayores grado de compromiso por parte de las empresas.

En cuanto a los tópicos que forman parte de los determinantes del Índice de Transparencia Corporativa cabe señalar que se aprecian algunas falencias significativas, como por ejemplo, en materia de gobiernos corporativos se observan pocos comités, ausencia de un modelo de gobiernos corporativos, de un reporte al respecto de ausencia de información respecto de aportes a campañas políticas [tema que cada día va tomando más fuerza en nuestra región].

En materia de servicios a los accionistas, se echa de menos un mejor aprovechamiento de las herramientas digitales, como los sistemas de suscripción dinámicas, chat, webcast y sistemas de alerta.

Y en cuanto a responsabilidad corporativa, se observaron muchas ausencias en temas como política de manejo de los recursos humanos, diversidad, uso

de energías, ahorros, manejo de residuos, mediciones independientes, entre otros.

Una conclusión importante de surge de este esfuerzo realizado por Chile Transparente, Facultad de Comunicaciones de la UDD, IdN Inteligencia de Negocios y KPMG Chile, es que para conseguir mejoras generalizadas en transparencia corporativa, deben concurrir una suma de esfuerzos mancomunados: 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 al MILA - como instancia integradora- dos líneas de acción. La primera es que se tienda a igualar los requisitos de transparencia corporativa para los emisores que participan de esta iniciativa. Y la segunda, es la instalación de incentivos para que los emisores muevan sus esfuerzos de transparencia hacia los estándares que ofrecen los mercados más sofisticados.

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 nueva guía de recomendaciones de mejores prácticas, tanto en materia de gobiernos corporativos, que haga hincapié en el respeto a los accionistas minoritarios y la transparencia corporativa.

Finalmente, resulta obvio que la única manera de que los mercados bursátiles de Colombia, Chile y Perú, dejen de ser vistos como mercados especulativos y pasen a ser considerados como mercados emergentes para inversiones de mediano y largo plazo, pasa por igualar los estándares de estos mercados a los que se perciben en las plazas bursátiles más importantes del mundo como Nueva York, Londres y Frankfurt.

RANKING S&P MILA 40

Transparencia Corporativa 2012

RK.12	PAÍS	EMPRESA	SECTOR	ITC.12	ICC.12	IAC.12
1	cl	Banco Santander	Financiero	77,0	72,5	99,1
2	cl	BCI	Financiero	76,0	78,8	100,0
3	cl	ENDESA	Energía	72,2	68,7	100,0
4	cl	Energis	Energía	71,7	65,8	100,0
5	co	Ecopetrol	Petróleo/Gas	70,9	73,1	97,7
6	cl	Banco de Chile	Financiero	69,7	67,5	100,0
7	cl	LAN	Transporte	68,5	65,3	100,0
8	cl	COPEC	Industrial/Forestal	61,7	61,4	98,9
9	cl	CMPC	Industrial/Forestal	59,8	59,3	98,9
10	cl	ENTEL	Telecom	59,3	69,3	98,9
11	cl	Concha y Toro	Bebidas/Licores	58,6	60,8	100,0
12	co	Interconexión Eléctrica	Energía	57,9	55,9	100,0
13	cl	COLBUN	Energía	55,4	54,8	100,0
14	co	Almacenes Éxito	Comercio	52,1	63,4	100,0
15	cl	Falabella	Comercio	51,8	59,5	100,0
16	cl	CCU	Bebidas/Licores	51,3	62,4	100,0
17	cl	GENER	Energía	51,1	53,1	100,0
18	cl	Cencosud	Comercio	51,1	55,6	100,0
19	cl	CAP	Industrial	50,8	56,2	98,8
20	cl	Antarchile	Holding	49,2	50,2	95,2
21	pe	Southern Copper Corp	Minería	48,9	45,3	100,0
22	co	Grupo Nutresa	Alimentos	48,9	61,0	100,0
23	cl	CGE	Energía	48,4	49,3	98,6
24	cl	CorpBanca	Financiero	47,5	49,1	100,0
25	pe	Credicorp LTD.	Financiero	45,8	36,4	100,0
26	co	Inversiones Argos	Holding	44,6	36,8	96,5
27	cl	Salfacorp	Construcción	42,9	38,7	100,0
28	co	Bancolombia	Financiero	41,9	44,0	100,0
29	co	Cementos Argos	Cementos	40,4	50,8	100,0
30	co	Pacific Rubiales Energy Corporation	Energía	40,4	51,7	100,0
31	cl	SQM	Industrial	38,7	36,3	98,2
32	pe	Volcán Compañía Minera	Minería	38,0	42,7	100,0
33	co	Banco de Bogota	Financiero	37,0	40,9	97,0
34	co	Corporación Financiera Colombiana	Financiero	36,6	32,7	100,0
35	co	Grupo de Inversiones Suramericana	Financiero	36,6	37,8	100,0
36	cl	SM Banco de Chile	Holding	26,2	18,1	100,0
37	pe	Compañía de Minas Buenaventura	Minería	23,0	18,3	100,0
38	co	Grupo Aval	Holding	22,0	20,3	100,0
39	pe	Alicorp	Alimentos	12,3	10,7	100,0
40	pe	Minsur	Minería	8,2	15,7	100,0

Fuente: IDN Inteligencia de Negocios

ANEXOS

Compañías Globales 2012

El criterio de selección de las compañías globales responde a un cruce entre las más grandes y prestigiosas empresas del mundo. De este grupo se extractaron 100 firmas, de las cuales se seleccionaron 40. La mitad de ellas se cambia todos los años, de modo que el 50% de las seleccionadas (20) se mantiene durante dos años dentro del benchmark.

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 globales⁷, 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 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:

⁷ Ver anexo.

$$E(R_p) = \sum w_i E(R_i),$$

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 3.2.

Tabla 3.2

Modelo de Credibilidad Corporativa		
RELEVANCIA	INFORMACIÓN	CLASIFICACIÓN
BAJA	Narrada	A
MEDIA		B
ALTA		C
BAJA	Firmada	A
MEDIA		A
ALTA		B
BAJA	Revisada	A
MEDIA		A
ALTA		A
	Auditada	A

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:

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

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

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
- Biblioteca del Congreso Nacional de Chile. Ley de Mercado de Valores N° 18.045 (22 de octubre de 1981) y sus posteriores modificaciones.
- Biblioteca del Congreso Nacional de Chile. Ley de Sociedades Anónimas N° 18.046 (22 de octubre de 1981) y sus posteriores modificaciones.
- Biblioteca del Congreso Nacional de Chile. Ley de Transparencia de la Función Pública N° 20.285 (28 de agosto de 2008).
- Bolsa de Comercio de Santiago. Manual de Derechos y Obligaciones de Emisores. Marzo 1988. Actualizado el 23 de septiembre de 2010.
- Bovespa. Procedimentos para Registro de Companhias na BOVESPA. Gerência de Desenvolvimento de Empresas. 2010.
- Bovespa. Novo Mercado. Governança Corporativa. Maio 2009. www.bmfbovespa.com.br
- 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.
- 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.
- Superintendencia de AFP (Chile). Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones. www.safp.cl
- 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.
- 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.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



KPMG Chile

Isidora Goyenechea 3520, Las Condes, Santiago de Chile

Tel.: [56-2] 798-1201

www.kpmg.com



Universidad del Desarrollo
Facultad de Comunicaciones

Facultad de Comunicaciones de la Universidad del Desarrollo

Av. La Plaza 700, Las Condes, Santiago de Chile

www.udd.cl



Chile Transparente, Chilean Chapter of Transparency International

Av. Providencia 1017, Providencia, Santiago de Chile

www.chiletransparente.cl

Edición Digital⁸

Agosto 2012

⁸ 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, I^oN Inteligencia de Negocios, Facultad de Comunicaciones de la Universidad del Desarrollo y KPMG Chile. Es lícita la reproducción de fragmentos, siempre y cuando se mencionen su fuente, título y autor.