

REPORTE 2011

Transparencia Corporativa

CONTENIDO

Presentación	3
1. Introducción	5
2. Marco Teórico	6
3. Meta Indicador	9
Transparencia Corporativa	9
Sofisticación de Contenidos	10
Credibilidad Corporativa	10
4. Transparencia	11
Resultados	11
Dispersión de Datos	12
Casos Destacados	12
Sectores	13
5. Sofisticación	14
Resultados	14
Brechas	15
6. Respaldo para la Credibilidad	16
Resultados	16
Dispersión de Datos	17
Casos Destacados	17
Sectores	18
7. Transparencia, Incertidumbre y Riesgo	19
8. Conclusiones y Desafíos	20
Regulación o Autorregulación	21
Anexos	
Ranking CHILE	22
Compañías Globales	24
Metodología	25
Bibliografía	29

Septiembre 2011

PRESENTACIÓN

Al analizar los fenómenos sociales que se imponen en la agenda informativa, junto a los resultados de diversas encuestas de opinión realizadas en los últimos años en el país, podemos concluir que se ha instalado con gran fuerza un alto nivel de desconfianza y suspicacia en los chilenos. Esta sensación afecta negativamente el vínculo que las personas establecen con sus pares y también con las instituciones públicas y privadas generando un ambiente adverso para el desarrollo.

En este contexto, el valor de la transparencia adquiere gran importancia en todos los ámbitos. Mientras más información esté disponible para los ciudadanos en forma fácil y clara, existirán más oportunidades de cimentar relaciones de confianza entre los distintos actores sociales. Por la importancia que este desafío tiene para Chile, la Facultad de Comunicaciones de la Universidad del Desarrollo ha asumido el compromiso de contribuir al aumento de la transparencia a través de sus distintas áreas de acción.

Durante los últimos años ha habido mejoras significativas en el sector público. Esto ha sido propiciado desde el Estado a través de la Ley de Transparencia y Acceso a la Información Pública y de la creación de un consejo destinado a velar por el cumplimiento de esta normativa. Pero en el sector privado no han existido iniciativas importantes en tal sentido. A diferencia de lo que ocurre en la mayoría de los países desarrollados, en Chile no hemos visto que actores relevantes del ámbito empresarial hayan jugado hasta el momento un rol destacado en la promoción de la transparencia del sector. Esta es una de las razones que explica que cada día sea mayor la distancia que existe entre el acceso a la información en el mundo público y en el privado.

Frente a este escenario poco alentador, se presenta una gran oportunidad. A través de diversas investigaciones e instancias de descarga de herramientas digitales y de incorporación a redes sociales, se puede constatar la alta penetración de internet en el mundo y, en forma especial, en nuestro país. Esta red de comunicación e información se ha transformado en un soporte privilegiado para promover la transparencia activa tanto del sector público como del privado. Hoy a través de sus sitios web, las instituciones pueden poner a disposición de sus principales *stakeholders* información relevante sobre sus distintos ámbitos de acción. Así, por ejemplo, las personas con interés en determinadas compañías podrían conocer de forma rápida datos relevantes para tomar decisiones de inversión.

Esta realidad es la que ha impulsado a la Facultad de Comunicaciones de la Universidad del Desarrollo a promover una agenda de transparencia activa que propicie el crecimiento de los niveles de confianza de los chilenos con el sector privado. Con este objetivo, y en conjunto con la Consultora Inteligencia de Negocios, presentamos el Reporte de Transparencia Corporativa 2011. Este estudio anual analiza la información que ponen a disposición del público general, a través de sus sitios web, las empresas chilenas más transadas en la Bolsa y las compara con el estándar internacional. La información que contiene este documento da a conocer las áreas donde existen las brechas más amplias y, por lo tanto, donde se dan las mayores oportunidades para que las compañías nacionales y los organismos que las agrupan puedan orientar sus políticas y planes de comunicación.



Carolina Mardones Figueroa

Decana Facultad de Comunicaciones
Universidad del Desarrollo

Transparencia Media
en Chile:

51,0

puntos

Transparencia Media
Global:

77,2

puntos

Brecha a reducir para alcanzar
estándar internacional:

26,5

puntos

Credibilidad Media
en Chile:

59,3

puntos

Credibilidad Media
Global:

80,2

puntos

Brecha a reducir para alcanzar
estándar internacional:

20,9

puntos

En Chile:

54%

Empresas con sitio
web en dos
idiomas o más

9%

Empresas con
Reporte de
Sustentabilidad 2010

4%

Empresas con
calificación de riesgo

1%

Empresas con
Reporte de Gobierno
Corporativo

74%

Empresas con
Estrategia
Corporativa

27%

Empresas con
códigos de ética

1. INTRODUCCIÓN

En septiembre de 2010, la Facultad de Comunicaciones de la Universidad del Desarrollo e I^dN Inteligencia de Negocios, desarrollaron el Índice de Transparencia Corporativa, el cual compara el grado de acceso a la información que permiten las sociedades anónimas chilenas abiertas a la bolsa. En esa ocasión, el resultado no fue muy auspicioso al ser contrastado con un grupo de empresas globales de similares características. El ejercicio mostró que el nivel de transparencia corporativa promedio en Chile se encontraba muy por debajo del estándar internacional, al cual sólo lograron acceder 6 compañías locales.

Durante el segundo trimestre de 2011 estalló en Chile el caso La Polar, el cual reveló la existencia de repactaciones unilaterales de deuda y la alteración de estados financieros con provisiones que no reflejaban el verdadero riesgo de la cartera de colocaciones de la compañía.

Este caso llamó fuertemente la atención de la opinión pública y dejó de manifiesto la imperiosa necesidad de contar y aplicar códigos de ética para directores y ejecutivos, así como normas de buenas prácticas comerciales en las empresas locales.

Por lo anterior, y como forma de avanzar hacia mayores grados de transparencia en el sector privado, la Facultad de Comunicaciones de la Universidad del Desarrollo e I^dN Inteligencia de Negocios decidieron este año perfeccionar el Índice de Transparencia Corporativa, transformándolo en un Meta Indicador, que explora tres ámbitos de acción de la política comunicacional de las empresas: (i) la difusión de la información, (ii) respaldo para su credibilidad y (iii) el nivel de sofisticación de los contenidos.

2. MARCO TEÓRICO

Desde el punto de vista de los inversionistas, su interés radica en maximizar las ganancias y reducir los riesgos. En este ejercicio consideran todos los instrumentos disponibles: renta fija, renta variable, monedas, países, sectores, etc. Pero la reducción de riesgos no sólo implica diversificación, sino que requiere seleccionar –entre cada tipo- aquellos instrumentos que ofrecen mayor certeza y menor incertidumbre.

En lo que respecta a las inversiones ligadas a empresas (acciones y bonos), el monto que los inversionistas asignan a una compañía está en directa relación con sus expectativas de rentabilidad futura y su riesgo implícito, para lo cual toman en cuenta dos criterios principales: (1) los fundamentos de valor sostenible y (2) los criterios técnicos de cada mercado que 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 y el segundo, de corto plazo. Pero además hay que considerar que entre dos activos de igual retorno, los inversionistas siempre preferirán el de menor riesgo.

Por otra parte, un factor que ayuda a reducir el riesgo es la certidumbre. En este sentido, mientras más veraz es la información que entrega una empresa, de mejor manera los inversionistas pueden evaluar el riesgo.

El presente trabajo se enfoca en los factores de información que determinan estos dos componentes. Por una parte, aquella información que conforma el análisis de valor de una compañía desde el punto de vista de sus fundamentos y, por otra, aquellos componentes de la información y credibilidad que contribuyen a reducir la incertidumbre sobre el valor esperado de esa compañía.

Pero, además, indaga sobre la sofisticación del contenido que entrega, de tal modo que mientras mayor es la complejidad de los contenidos, mejor es la idea que se pueden hacer los inversionistas del valor de la compañía y del riesgo a que someten sus inversiones.

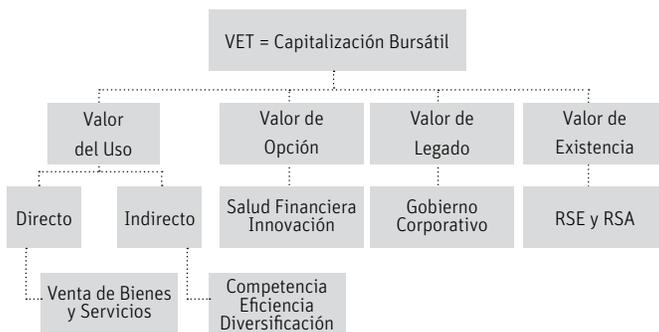
1. Randall, Alan (1987). "Total Economic Value as a Basis for Policy". Department of Agricultural Economics and Rural Sociology. The Ohio State University, Columbus, Ohio 43210, USA.
2. Krutilla, J.V., Randall, J., Bishop, R.C., Peterson, G.L., entre otros.
3. Para más detalles, ver Reporte de Transparencia Corporativa 2010.

El valor de una compañía

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 1987¹ y continuada por muchos otros autores², los bienes 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 existencia)³. Un esquema de esta interpretación se muestra en el diagrama 2.1.

Diagrama 2.1

VET APLICADO A UNA COMPAÑÍA



Dado lo anterior, la existencia de un negocio claro, con buen *management* y buenos planes estratégicos, sumados a la producción de productos y servicios valorados por la sociedad, le otorgan a la empresa su valor de uso directo. Mientras su sola participación en el mercado (de insumos, de servicios y 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 un gran número de personas puede nunca comprar acciones o trabajar en esa empresa, sí valora los aportes que ésta hace a la sociedad y sus grupos de interés.

El riesgo de una compañía

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)⁴.

Una de las formas de medición de riesgo más comúnmente aplicada a las compañías que cotizan en la 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 Fitch⁵.

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 en base a 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 de recolección de las cuentas por cobrar.

La eficiencia de las calificaciones se basa 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 (cerca de 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 (cerca de 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,

4. Ver John Hull; 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.

5. La calificación Triple A (AAA) es la más alta (mejor) calificación de riesgo hecha por S&P's. Se considera que esta calificación prácticamente no implica riesgos. Por ejemplo, los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, que hasta agosto de 2011 recibían calificación AAA, hoy tienen AA+. La clasificación AAA de S&P's es equivalente a la calificación Aaa de Moody's.

las 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.

3. META INDICADOR

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 utilizó 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 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 3.1].

Tabla 3.1

MODELO DE TRANSPARENCIA CORPORATIVA

COMPONENTES	ATRIBUTOS	EJEMPLOS
Presentación & Negocios	Descripción del 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 del Directorio
Servicios e Información para el 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.	Memoria de Sustentabilidad Desempeños
Herramientas	Herramientas que facilitan la búsqueda y comprensión de la información.	Contáctenos Otros idiomas

Fuente: IDN-UDD

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.

6. 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 calificadora (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 de las opiniones de auditores, calificadores o certificadores. En un sistema de cliente ciego, en donde los servicios de auditorías, calificaciones y certificaciones son pagados 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.

Sofisticación de contenidos

En la versión 2010 de este reporte se consideraron más de 70 tipos de contenido para confeccionar el Índice de Transparencia Corporativa. En esta segunda versión esta cifra supera los 80. Pero esto no significa sólo un aumento en el número de ítem considerados, sino que –además– se estableció la existencia de un nivel de complejidad creciente en la elaboración de los contenidos.

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 ellos que son progresivamente más complejos. Para esto, se ordenaron los tópicos de menor a mayor de acuerdo a su grado de complejidad.

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.

Credibilidad corporativa

La estimación del grado de credibilidad de la información transparentada por una compañía se construyó en base a 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 significa certeza absoluta de veracidad porque, como ya se ha visto en casos internacionales (Enron, Parmalat) y locales (La Polar), los auditores pueden ser engañados. Por lo tanto, nunca es posible estar cien 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 3.2.

Por ejemplo, entre los distintos 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 “A” presentan un mayor grado de credibilidad que aquellos con las letras “B” y “C”⁶.

Tabla 3.2

MODELO DE CREDIBILIDAD CORPORATIVA

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

Fuente: I^N-UDD

4. TRANSPARENCIA

Dada la masificación de las TIC, el sitio web corporativo -y en particular la sección que se refiere a relaciones con inversionistas- es considerado como el punto neurálgico por medio del cual las empresas se comunican con sus grupos de interés (*stakeholders*). 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 2011 se hizo un completo barrido a la información corporativa entregada por los 100 títulos más transados de la Bolsa de Santiago (40 del IPSA y 60 sociedades anónimas abiertas). En cuatro casos no fue posible hallar sitios web⁷ y en otros tres la información encontrada fue mínima.

En ese mismo mes se hizo un completo barrido de la información que entrega un grupo representativo de firmas globales, tales como ITAU, Barrick Gold, Nestlé, L’Oreal, Volkswagen, Pirelli & C, Sumitomo, Grupo Modelo, Phillips, Vodafone, Johnson & Johnson y Google, entre otras⁸. En total fueron 40 compañías con sede en diferentes economías avanzadas, las cuales sirvieron como paradigma de mejores prácticas internacionales de transparencia corporativa.

La idea de buscar las mejores prácticas internacionales responde a la necesidad de contar con un estándar 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 valores arrojados en 2011 presentan variaciones mínimas con respecto a los del 2010. En el caso del mínimo, éste pasó de 70,1 a 69,5 (-0,9%) mientras el máximo bajó de 91,8 a 90,8 (-1,2%). Lo anterior se explica por dos factores: la inclusión de más firmas asiáticas en términos relativos y la ampliación en el número de contenidos considerados en la versión 2011 [ver gráfico “Benchmark Internacional”].

7. En general estas son sociedades de inversiones controladoras de compañías productivas.
8. Ver listado completo en Anexo.

Resultados

De acuerdo al análisis aplicado, de un máximo de 100 puntos, el Índice de Transparencia Corporativa (ITC) promedio de los cien títulos más transados en la Bolsa de Comercio de Santiago, en junio de 2011, fue de 51 puntos, un 4,3% más que lo observado en junio de 2010, cuando el indicador se ubicó en 49,1 puntos.

Paralelamente, el grupo de control de cuarenta empresas globales obtuvo, en junio de 2011, un ITC de 77,2 puntos. Esto significa que el 66% de los antecedentes que una compañía internacional (de clase mundial) pone a disposición de sus *stakeholders*, es entregado (en promedio) por las empresas nacionales.

En cuanto a las diferencias nacionales entre las empresas IPSA y no IPSA, cabe señalar que las 40 más transadas mostraron mejores indicadores. En el valor mínimo del rango de dispersión de datos, las del IPSA se ubicaron 17,6% más arriba, en el valor medio se instalaron 24,2% más alto y en cuanto al mejor valor, las del IPSA al-

Gráfico 4.1

BENCHMARK INTERNACIONAL

Fuente: I’N - UDD

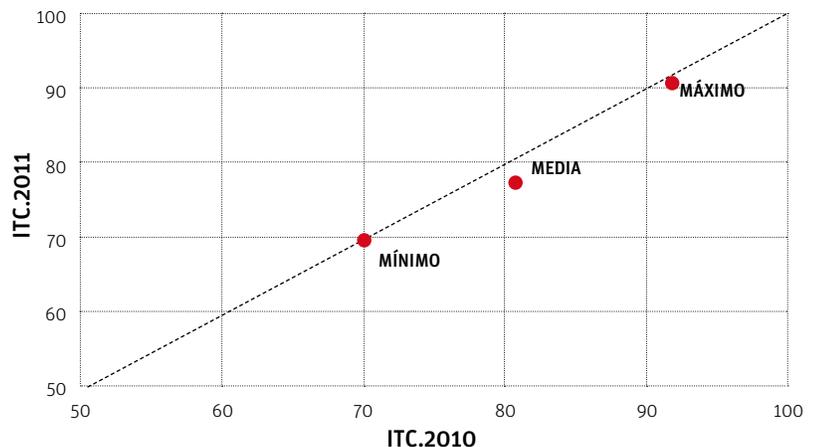
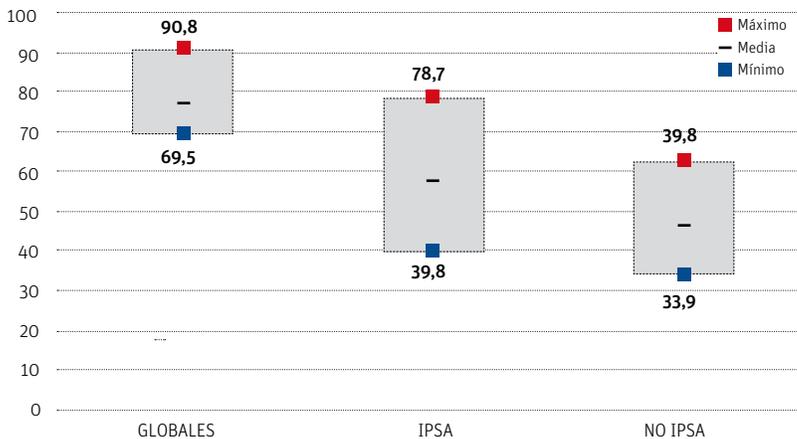


Gráfico 4.2

TRANSPARENCIA CORPORATIVA

Dispersión de datos

Fuente: I^N - UDD



canzaron un rendimiento superior en 25,6% [ver gráfico Transparencia Corporativa].

Además, entre las empresas del IPSA se encuentra la con mayor puntaje (78,7) mientras que en las No IPSA se ubica la de menor puntaje (33,9).

En cuanto a las mejores prácticas en Chile, éstas corresponden a las empresas Bci, Enersis, Banco Santander, Masisa, Endesa, Lan, Embotelladora Andina, Antofagasta Plc y Banco de Chile. El detalle con los mejores resultados se encuentra en la Tabla 4.1.

Mención especial merece Antofagasta PLC, empresa minera del grupo Luksic que no cotiza en la Bolsa de Comercio de Santiago, pero sí lo hace en la Bolsa de Valores de Londres (LSE), la cual marcó 72,4 puntos, lo que la ubicó en el octavo lugar del ranking, una posición menor que la alcanzada en 2010, cuando logró 77,3 puntos.

Lo relevante en el 2011 fue el avance significativo en los niveles de Transparencia Corporativa. En las empresas del IPSA, el valor mínimo se elevó en 75%, el medio en 7,3% y el máximo en 1,8%. Mientras en las empresas no IPSA, el valor mínimo de Transparencia Corporativa mejoró un 43,7%, el medio lo hizo en 15,3% y el máximo subió 4,2%.

TABLA 4.1

COMPAÑÍAS QUE MÁS TRANSPARENTAN SU INFORMACIÓN CORPORATIVA EN CHILE

RK.11	EMPRESAS	ITC.10	ITC.11	VAR. %
1	BCI	39,6	78,7	98,9
2	ENERSIS	76,4	77,8	1,8
3	BANCO SANTANDER	65,0	77,3	19,0
4	MASISA	77,3	76,8	-0,7
5	ENDESA	74,3	76,2	2,5
6	LAN	73,1	72,5	-0,8
7	ANDINA	67,7	72,4	7,0
8	ANTOFAGASTA PLC	77,3	72,4	-6,3
9	BANCO DE CHILE	54,4	69,4	27,7

Fuente: I^N-UDD

Dispersión de datos

A pesar de lo anterior, la situación general de las empresas abiertas a la Bolsa en Chile sigue estando alejada de la norma internacional. De hecho, si se observa el grado de dispersión que presentan las empresas más transadas en la Bolsa de Comercio de Santiago en sus resultados de Transparencia Corporativa, se aprecia que un porcentaje muy significativo de éstas se encuentra en la zona rezagada (entre 40 y 50 puntos), y otra proporción importante se encuentra en la zona media (entre 50 y 60 puntos), totalizando el 70% de la muestra.

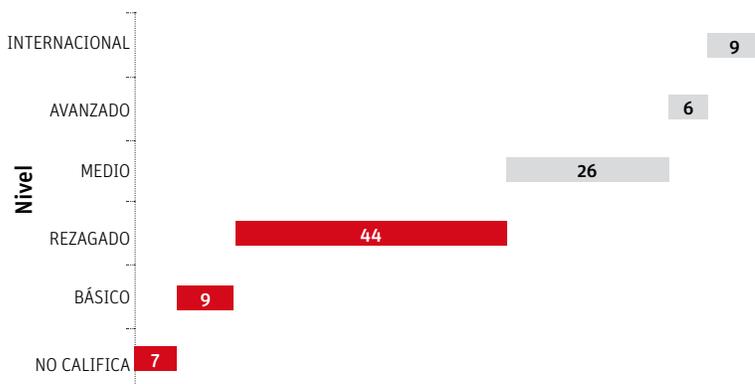
El que sólo 15 de las 101 empresas consideradas se encuentren en la zona de vanguardia, revela que aún queda mucho por avanzar y múltiples desafíos por abordar para que las empresas más transadas de la Bolsa de Comercio de Santiago alcancen, en forma masiva, el estándar internacional en materia de Transparencia Corporativa.

Gráfico 4.3

TRANSPARENCIA CORPORATIVA 2011

Empresas por rango

Fuente: I^N - UDD



Casos destacados

Algunas empresas se conectan directamente con el consumidor mientras otras son proveedoras de otras empresas. Algunas tienen controlador unitario, otras tienen pacto de accionistas y otras tienen su propiedad diluida, etc. Pero es-

Gráfico 4.4

MEJORAS DESTACADAS 2011
Avances en transparencia corporativa

tas diferencias no debieran ser un obstáculo para mejorar su estándar de Transparencia Corporativa.

Este año se observaron varios casos destacados, los cuales se midieron a través de sus tasas de mejora y no de sus saltos en el ITC.

En este entendido el mayor avance lo registró BCI, con casi un 100%. Fue seguido por Cruzados, CGE y CIC, todas con tasas superiores al 70%. Los casos más destacados se presentan en el gráfico Mejoras Destacadas 2011.

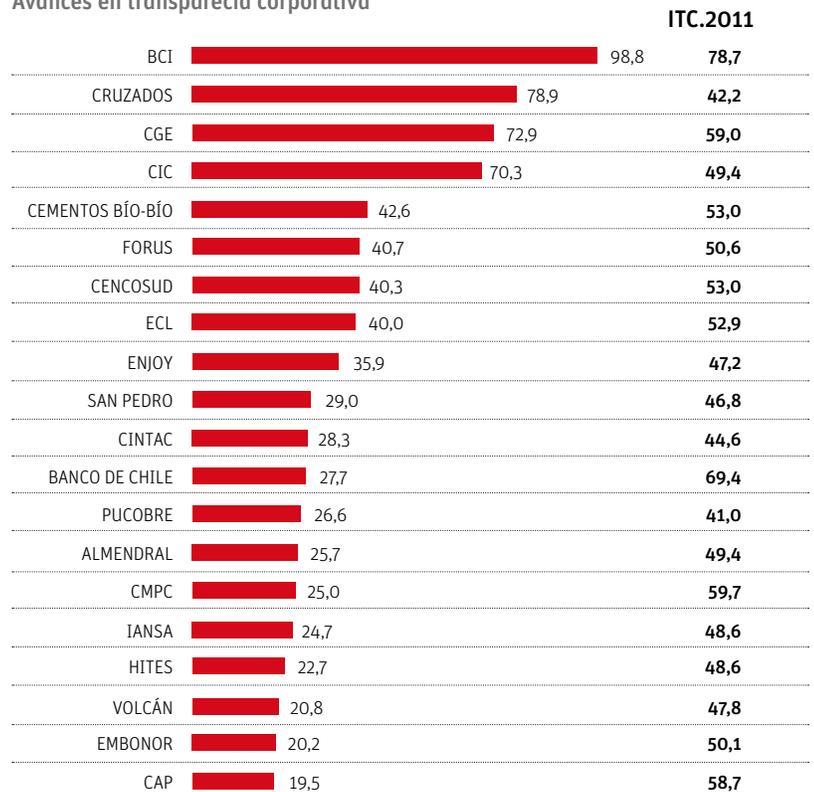
Cabe hacer notar que el avance de BCI fue tan significativo que no sólo le permitió liderar esta categoría, sino que además lo posicionó al tope del Ranking de Transparencia Corporativa 2011, lo cual revela que alcanzar mejores estándares en el corto plazo es posible, siendo factible incluso alcanzar -en un año- el mismo nivel que ostentan las compañías globales.

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.

Claramente el sector que presenta el mejor nivel de Transparencia Corporativa es el minero, con 59,7 puntos, seguido por el forestal con 58,8 puntos. Más atrás se ubican los sectores financiero, las sanitarias, transporte, energía, alimentos, vinos y licores y construcción, todos con más de 50 puntos.

En contraposición, resultan preocupantes los bajos indicadores de los sectores químico, de servicios y agrícola⁹.

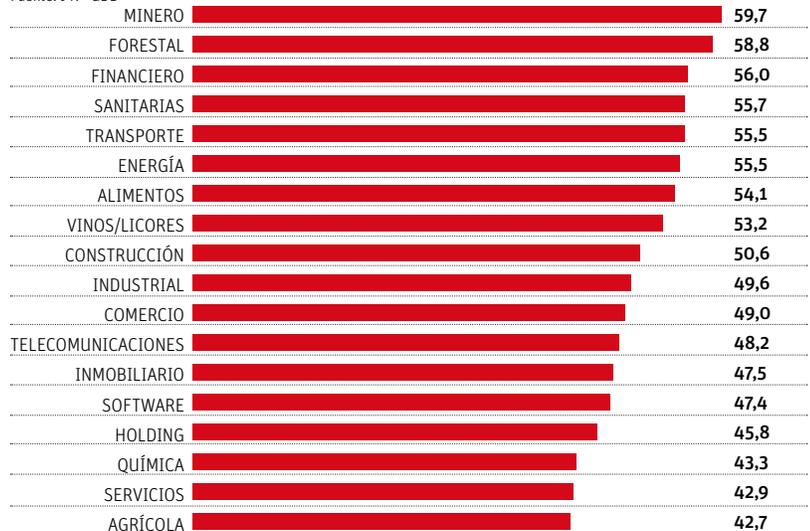


9. Considera sólo una empresa.

Gráfico 4.5

DIFERENCIAS SECTORIALES
Índice de Transparencia Corporativa 2011

Fuente: IdN - UDD



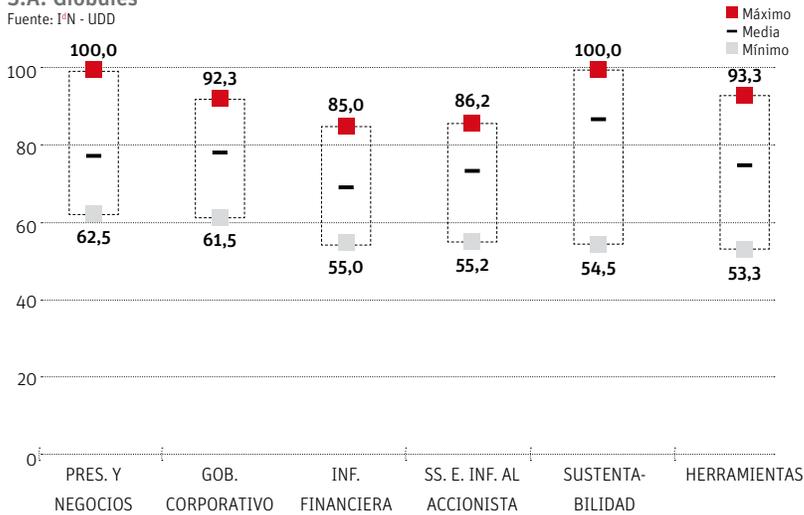
5. SOFISTICACIÓN

Al interior del Índice de Transparencia Corporativa se pueden apreciar los componentes temáticos o determinantes del indicador. 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 sólo hay que hacer un esfuerzo comunicacional, sino que además hay que avanzar en el desarrollo de contenidos cada vez más complejos. Esto implica que las empresas deben elevar el grado de sofisticación de su trabajo corporativo para alcanzar mayores estándares de transparencia.

Gráfico 5.1

SOFISTICACIÓN DE CONTENIDOS S.A. Globales

Fuente: I'N - UDD



Resultados

Como ya se ha dicho, el estándar internacional en materia de Transparencia Corporativa de las firmas globales, supera ampliamente lo hecho en Chile. Esta situación se repite en cuanto a la sofisticación de los contenidos corporativos puestos a disposición del público.

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 resultados obtenidos en el grupo de control (empresas globales) fueron siempre más altos y menos dispersos que los hallados en las firmas locales [ver gráfico Sofisticación de Contenidos, S.A. Globales].

Los contenidos más sofisticados en las empresas globales fueron “sustentabilidad” (86,6 puntos) y “gobierno corporativo” (78,2 puntos), y donde se encontró menos dispersión fue en: “información financiera” (30 puntos), “gobierno corporativo” (30,8 puntos) y “servicios e información al inversionista” (31 puntos). El indicador 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.

Los resultados obtenidos por las firmas chilenas, en cambio, muestran menor promedio y mayor dispersión en los datos [ver

Gráfico 5.2

SOFISTICACIÓN DE CONTENIDOS S.A. Chilenas

Fuente: I'N - UDD

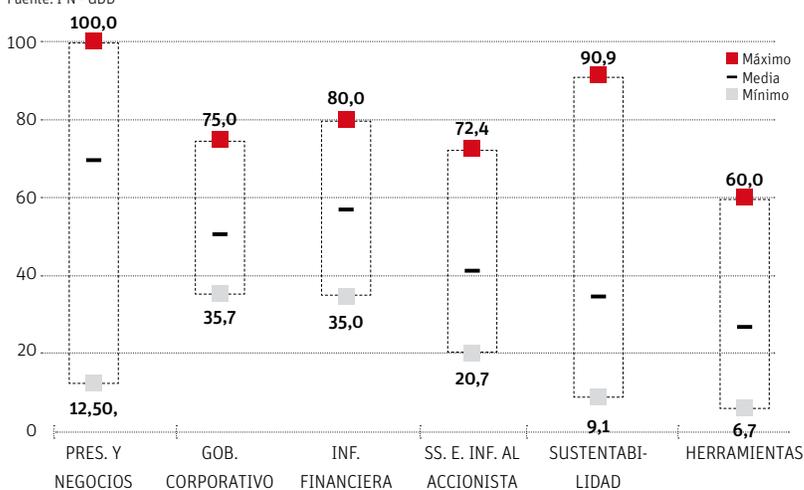


gráfico Sofisticación de Contenidos, S.A. Chilenas].

Los mejores resultados se hallaron en: “presentación de la empresas y sus negocios” (69,3 puntos), “información financiera” (57,2 puntos) y “gobierno corporativo” (50,6 puntos).

Los componentes más dispersos fueron: “presentación de la empresa y sus negocios” (87,5 puntos de distancia entre mayor y menor) y “sustentabilidad” (81,8 puntos de distancia entre mayor y menor).

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 las sociedades anónimas abiertas de nuestro país.

Brechas

De acuerdo al análisis, la mayor brecha se encuentra en “sustentabilidad”. De hecho, el valor promedio en este componente de contenidos obtenido por las empresas globales supera, en 52,1 puntos al valor promedio obtenido por las empresas chilenas abiertas a la Bolsa. Además, en este aspecto hay que recalcar que la sustentabilidad, o responsabilidad social (empresarial, ambiental) o valor compartido, es probablemente el tema más complejo de abordar dentro de las compañías, el que requiere mayor inversión y mayor tiempo de desarrollo. Asimismo, es el componente menos exigente de todos los factores de contenido analizados, de modo que -en futuras ediciones- es muy posible que esta brecha se amplíe mucho más en la medida que se eleven las exigencias.

La segunda mayor brecha se encuentra en las “herramientas”, con 48 puntos. Lo curioso de esta brecha, es que muchas de las herramientas digitales usadas por las compañías globales se basan en tecnologías existentes, que tienen bajo costo de implementación.

La tercera brecha importante está en “servicios e información para el inversionista”, con 32,7 puntos. 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.

Asimismo, el grado de desarrollo de los gobiernos corporativos nacionales dista bastante de las prácticas habituales en las empresas del hemisferio norte. La brecha en este ámbito alcanza a los 27,6 puntos, lo que revela que -si bien no es la mayor de las brechas- sí tiene niveles suficientemente significativos como para causar preocupación en autoridades y reguladores.

Al respecto, conviene señalar que este componente es uno de los más complejos que utiliza el metaindicador, pero desde ya puede estimarse que -en futuras ediciones- incorporará nuevos elementos, que revelarán, en forma más clara, las falencias de los gobiernos corporativos locales.

Gráfico 5.3

SOFISTICACIÓN DE CONTENIDOS Brechas a la medida internacional

Fuente: I'N - UDD

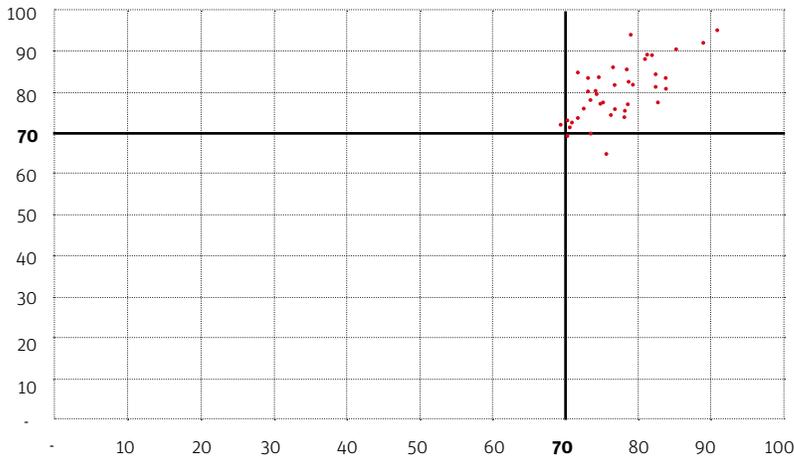


6. RESPALDO PARA LA CREDIBILIDAD

Gráfico 6.1

TRANSPARENCIA Y CREDIBILIDAD: GLOBALES

Fuente: IdN - UDD



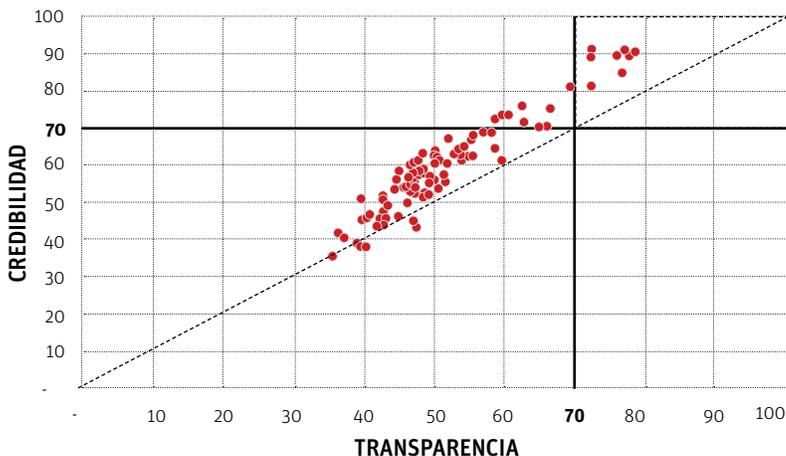
En el gráfico “Transparencia y Credibilidad: Globales” se puede apreciar cómo las compañías globales se concentran en el cuadrante de la derecha y arriba del gráfico. Es decir, sobre 70 puntos tanto en transparencia como en credibilidad.

Por su parte, de acuerdo a la información entregada por las empresas chilenas

Gráfico 6.2

TRANSPARENCIA Y CREDIBILIDAD: CHILENAS

Fuente: IdN - UDD



de credibilidad, las empresas listadas en la Bolsa chilena presentan mayores niveles relativos de credibilidad que de transparencia.

De hecho, mientras el ITC promedio fue de 51 puntos, el ICC promedio fue de

Al mismo tiempo que se detectó, se clasificó la información corporativa que entregan las compañías chilenas abiertas a la Bolsa y el grupo de control de 40 empresas globales. Esta clasificación se hizo para estimar el grado de credibilidad que podrían percibir los inversionistas o público general.

Resultados

El promedio internacional en materia de credibilidad se elevó hasta los 80,2 puntos, con un mínimo de 65 puntos y un máximo de 95,1 puntos.

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

En el gráfico “Transparencia y Credibilidad: Globales” se puede apreciar cómo las compañías globales se concentran en el cuadrante de la derecha y arriba del gráfico. Es decir, sobre 70 puntos tanto en transparencia como en credibilidad. Por su parte, de acuerdo a la información entregada por las empresas chilenas y al análisis aplicado de un máximo de 100 puntos, el Índice de Credibilidad Corporativa (ICC) promedio de los cien títulos más transados en la Bolsa de Santiago, en junio de 2011, fue de 58,9 puntos.

Ahora bien, este indicador es dependiente de 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 ICC.

Lo anterior se puede observar en el gráfico “Transparencia y Credibilidad Corporativa”, 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 0,95.

Lo interesante, no es la correlación ni la dependencia, sino el hecho de que la credibilidad se ubica por encima de la línea de 45 grados. Esto significa que, en términos

58,9 puntos, es decir un 15% superior. Lo mismo ocurre para el ICC máximo, que fue 90,9 puntos, un 15% mayor que el ITC máximo¹⁰. Las empresas globales alcanzaron un grado de credibilidad relativa promedio de 80,2 puntos, un 20,4% más que el de las empresas locales. Lo preocupante es que en el nivel mínimo de credibilidad las empresas globales superaron a las chilenas del IPSA en 71% (27 puntos).

En términos absolutos, es decir, ajustando el grado de credibilidad al nivel de transparencia, el ICC promedio alcanzó 31,3 puntos. Mientras el grupo de control, de 40 empresas globales, obtuvo en junio de 2011 un ICC ajustado de 61,9 puntos.

En cuanto a las diferencias nacionales entre las empresas IPSA y las no IPSA, cabe señalar que las 40 más transadas mostraron más credibilidad. De hecho, en el rango mínimo las diferencias son menores, pero en el rango máximo las diferencias entre unas y otras se amplía significativamente [ver gráfico "Credibilidad Corporativa"].

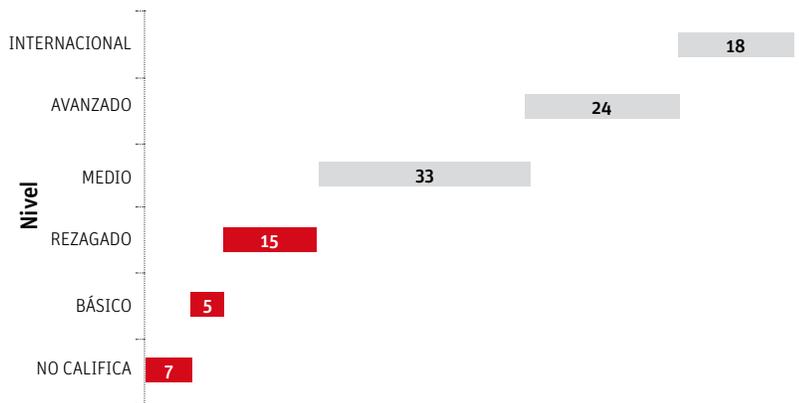
En resumen, las empresas del IPSA obtuvieron un indicador medio de credibilidad de 66,6 puntos, mientras el de las no IPSA fue de 53,4 puntos.

10. El ICC mínimo fue sólo 6% superior al ITC mínimo.

Gráfico 6.4

CREDIBILIDAD CORPORATIVA 2011
Empresas por Rango

Fuente: I°N - UDD



Dispersión de datos

En cuanto al nivel general de la credibilidad de la información de las empresas, es necesario señalar que se observa una posición menos pesimista que en el caso del indicador de transparencia, lo que da pie para esperar que -a futuro- las mejoras en transparencia lleven aparejados mayores grados de credibilidad.

El estado actual de la credibilidad corporativa ubica a la mayoría de las empresas en los rangos medio (50 - 60 puntos) y avanzado (60 - 70 puntos). Pero más de un cuarto de las empresas analizadas se ubica en el segmento rezagado o inferior, lo cual da cuenta de que aún existen desafíos importantes en esta materia para un grupo significativo de empresas chilenas.

Casos destacados

En cuanto a las mejores prácticas de Credibilidad Corporativa en Chile, éstas correspondieron a LAN, Banco Santander, BCI, Endesa, Enersis, Antofagasta PLC, Masisa, Andina, Banco de Chile y Aguas Andina. El detalle se encuentra en la Tabla 6.1 (ver en página 18).

Gráfico 6.3

CREDIBILIDAD CORPORATIVA
Dispersión de datos

Fuente: I°N - UDD

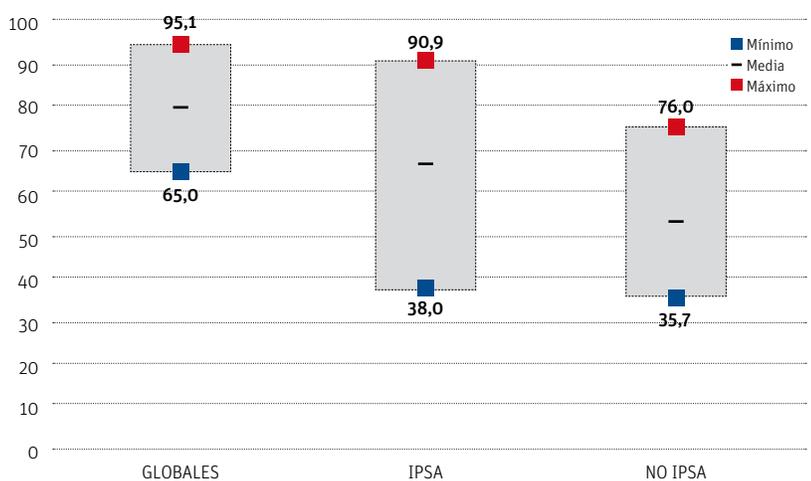


TABLA 6.1

ÍNDICE DE RESPALDO PARA LA CREDIBILIDAD CORPORATIVA¹¹

Compañías con información publicada más creíble.

RK	EMPRESAS	ICC.11 Relativo	ICC.11 Absoluto
1	LAN	90,9	65,9
2	BANCO SANTANDER	90,9	70,2
3	BCI	90,5	71,2
4	ENDESA	89,7	68,3
5	ENERSIS	89,5	69,6
6	ANTOFAGASTA PLC	89,0	64,4
7	MASISA	84,9	65,3
8	ANDINA	81,4	58,9
9	BANCO DE CHILE	80,9	56,2
10	AGUAS ANDINAS	76,0	47,5
11	CCU	75,3	50,1
12	CMPC	73,6	43,9
13	WALMART CHILE	73,4	44,4
14	CAP	72,4	42,5
15	MADECO	71,5	44,8
16	SOQUIMICH	70,7	46,6
17	COPEC	70,4	45,6
18	SALFACORP	69,0	40,3
19	VAPORES (CSAV)	68,9	39,2
20	CGE	68,0	37,9
21	MOLYMET	67,2	35,0
22	GENER	66,9	37,1
23	QUIÑENCO	65,0	35,3

11. La lista presentada muestra a todas aquellas firmas chilenas que alcanzan o superan el estándar mínimo encontrado en el grupo de control de las 40 empresas globales.
12. Responde a solo una empresa.
13. Responde a solo una empresa.

Fuente: I^dN- UDD

TABLA 6.2

DIFERENCIAS SECTORIALES

Índice de Credibilidad corporativa 2011

Fuente: I^dN- UDD

MINERO	68,8
FORESTAL	66,3
TRANSPORTE	66,2
SANITARIAS	65,0
ALIMENTOS	64,5
FINANCIERO	63,7
ENERGÍA	63,6
VINOS/LICORES	60,1
COMERCIO	58,3
CONSTRUCCIÓN	58,1
INDUSTRIAL	57,9
TELECOMUNICACIONES	56,8
SOFTWARE	52,4
HOLDING	51,0
INMOBILIARIO	50,5
SERVICIOS	49,7
QUÍMICA	49,2
AGRÍCOLA	47,6

Sectores

Otro elemento destacable son las diferencias sectoriales en cuanto a credibilidad corporativa.

Claramente el sector que presenta el mejor nivel promedio de credibilidad corporativa es el minero, con 68,8 puntos (que también lo es en transparencia), seguido por el forestal, con 66,3 puntos y transporte, con 66,2 puntos.

Entre los sectores de avanzada, se ubican además las sanitarias, alimentos y bebidas, el sector financiero y el de energía. En la zona baja se encuentran los sectores agrícola¹², químicas, servicios, inmobiliario, holdings y software¹³.

7. TRANSPARENCIA, INCERTIDUMBRE Y 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 la 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.

Entonces, la credibilidad de la información puede ser considerada como una medida alternativa (proxy) de riesgo. Tal que el inverso de la credibilidad sería una medida de “incertidumbre”, de modo que a menor incertidumbre, menor riesgo.

En el gráfico “Transparencia y Riesgo” se aprecia en el eje horizontal el nivel de transparencia corporativa, tal que a mayor transparencia menor riesgo. Y complementariamente, pero en forma inversa, en el eje vertical se aprecia que a menor grado de incertidumbre también se reduce el riesgo.

Todo lo cual se aprecia en el recuadro azul del gráfico, en donde se marcan las dos zonas de menor riesgos con la denominación AAA y AA+, tal que mientras más a la derecha y más abajo, menor es el riesgo que esas compañías ofrecen dada su mayor transparencia y menor incertidumbre (o mayor credibilidad).

Por ejemplo, una empresa con niveles de Transparencia Corporativa superiores a 70 puntos y con un grado de Credibilidad Corporativa por sobre los 80 puntos (lo que significa un proxy de riesgo inferior al 20%), podría ser calificada –desde el punto de vista de la calidad de la información– como AAA, ya que en este segmento se encuentra el mejor estándar nacional [ver gráfico “Transparencia y Riesgo”].

Ahora bien, también es posible que una clasificadora de riesgo, nuevamente desde el punto de vista de la calidad de la información, considere que el nivel AAA debiera ser entregado a empresas que ostentan un grado de transparencia superior a los 90 puntos con un proxy de riesgo inferior al 10%. Esto dejaría a las empresas nacionales de mejor estándar en una categoría inferior, del tipo AA, por ejemplo.

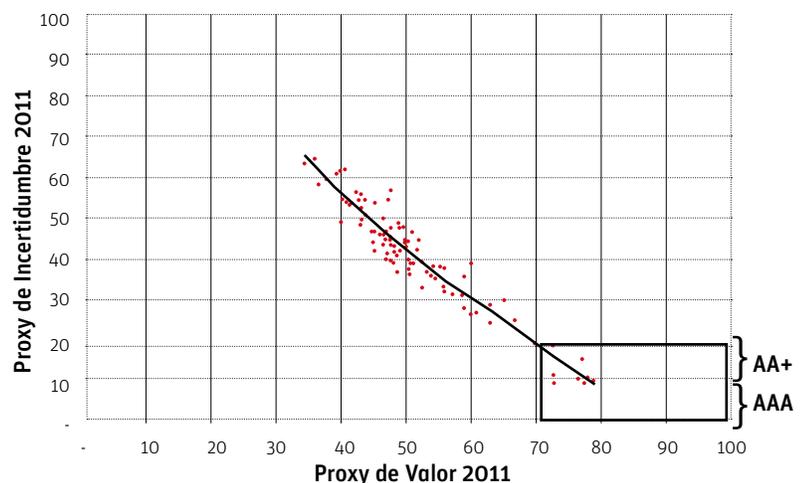
Independientemente del criterio metodológico que se otorgue a los factores de Transparencia y Credibilidad Corporativa, no cabe duda que la información entregada al público por las sociedades anónimas abiertas tiene un valor intrínseco, ya que –desde el punto de vista de la sustentabilidad– la valoración 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.

Gráfico 7.2

TRANSPARENCIA Y RIESGO

Línea de Tendencia: $R^2=0,883$

Fuente: I^oN- UDD



8. CONCLUSIONES Y DESAFÍOS

La primera conclusión que se puede obtener de este estudio es que en Chile hay muchas oportunidades para avanzar fuertemente en materia de Transparencia y Credibilidad Corporativa. Las firmas en las economías avanzadas aún presentan distancias significativas a la media nacional. Las firmas del IPSA tienen brechas que alcanzan los 13,3 puntos. Pero las acciones más transadas que no son parte del IPSA, tienen brechas mayores, que significan al menos 30 puntos.

Un elemento alentador encontrado en esta investigación es que avanzar en mayores grados de Transparencia Corporativa es posible en el corto plazo. Considerables ejemplos dieron algunas compañías este año, avanzando a pasos agigantados para incorporarse al grupo de aquellas que ostentan el estándar internacional. Lo anterior es un signo de optimismo, en cuanto a que la sola voluntad proveniente de lo más alto de la pirámide organizacional permite avanzar considerablemente en el período de un año.

Paralelamente, se observa que las sociedades anónimas chilenas abiertas a la Bolsa muestran un sesgo favorable a la credibilidad de la información. Esto significa que, habiendo información corporativa disponible, ésta tiende a ser creíble. Aunque el nivel medio de veracidad se encuentra muy correlacionado con el nivel de transparencia, de modo que la credibilidad absoluta resulta baja con respecto al estándar internacional.

En cuanto a los grados de sofisticación del contenido corporativo, también se observan grandes oportunidades. Sólo las compañías más transparentes muestran grados de sofisticación elevados en sus diferentes temáticas. En particular los gobiernos corporativos pueden ser mejorados, ya que (por ejemplo) sólo el 9% de las empresas revela tener un modelo de gobierno corporativo sobre el cual se sostienen sus procedimientos para adoptar decisiones. La información financiera, en cambio, parece ser el componente mejor desarrollado por nuestras sociedades abiertas. Por el contrario, los servicios al inversionista presentan un rezago importante con respecto a lo observado en las empresas globales. Los temas de sustentabilidad relevan la mayor preocupación con respecto a las compañías de economías avanzadas, ya que la brecha observada supera los 50 puntos.

Otra conclusión importante de este esfuerzo de IdN y la Facultad de Comunicaciones de la UDD, 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 otro.

Desde el punto de vista de las políticas públicas, es posible sugerir mayores esfuerzos en tres áreas: instar a las Bolsas chilenas 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 sólo a las empresas más transparentes, responsables o sostenibles del mercado. En este sentido, habría espacio para que la autoridad permitiera la apertura de nuevos multifondos en las AFP, ya no orientados a diferenciar los perfiles de rentabilidad y riesgo, sino a incorporar otros valores como la transparencia, la sustentabilidad y el respecto por el medio ambiente, por ejemplo.

Urge también la instalación de un mecanismo que incentive o castigue a aquellas empresas que actualmente no tienen un sitio web corporativo, a que lo hagan y en él coloquen a disposición del público todos sus antecedentes corporativos relevantes.

¿Regulación o Autorregulación?

Producto de la última crisis financiera internacional, mucho se ha criticado la desregulación en los mercados, señalándola como una de las claves que provocaron tanto su estallido como su esparcimiento a todo el sistema financiero global.

En este escenario es claro que los bajos niveles de transparencia corporativa abren una puerta para que los reguladores intenten aumentar su grado de control en la actividad bursátil nacional. Y por tanto, he aquí un desafío claro para el mercado a ser proactivo en estas materias evitando que llegue la asfixia que provoca rigideces, menor competitividad y pérdida de valor bursátil.

Así las cosas, la necesidad de ejercer acciones concretas en materias de responsabilidad social por la vía de una mayor transparencia corporativa, tiene como beneficio de contrapartida dotar de mayores grados de sustentabilidad a la actividad bursátil en Chile.

En este sentido, iniciativas vigentes en otros mercados tales como “indicadores sustentables” o “buenos índices” podrían ser replicables en nuestro país y podrían surgir desde el sector privado.

En la otra vereda de los desafíos está la iniciativa gubernamental, la cual podría impulsar una mejora en los requisitos de transparencia y credibilidad corporativa recomendando límites de inversión más restrictivos a inversionistas institucionales, en aquellos papeles que no logren alcanzar ciertos requisitos de transparencia y credibilidad, con el argumento que los inversionistas institucionales tienen cierto grado de responsabilidad social en este aspecto, en cuanto a que ellos podrían apoyar los intereses de los accionistas minoritarios, como son los trabajadores afiliados al sistema de AFP. Incluso sirviendo de guía a los pequeños inversionistas, castigando a aquellas empresas que no cumplan con un cierto estándar de transparencia y credibilidad corporativa, con una menor demanda por los papeles que no estén a la altura de las expectativas.

Por otra parte, se echa de menos un mayor impulso gremial en estos temas. Es decir, el que las organizaciones empresariales promuevan y propongan Guías o Recomendaciones de Buenas Prácticas de Gobiernos Corporativos y Transparencia. Desde el punto de vista sectorial, esta falencia parece ser generalizada.

Finalmente, resulta obvio que Chile necesita instalar este tema en la agenda pública, para que empresarios, reguladores, inversionistas institucionales e incluso trabajadores, dimensionen la importancia de acercarnos en el más breve plazo a los estándares imperantes en los demás países miembros de la OCDE, para evitar desplomes accionarios que provoquen fuertes pérdidas para los fondos de pensiones.

ANEXOS

RANKING CHILE

Transparencia y Credibilidad Corporativa

RK.11	EMPRESAS	SECTOR	ITC.10	ITC.11	Var.%	ICC.11
1	LAN	TRANSPORTE	73,1	72,5	-0,8	90,9
2	BANCO SANTANDER	FINANCIERO	65,0	77,3	19,0	90,9
3	BCI	FINANCIERO	39,6	78,7	98,9	90,5
4	ENDESA	ENERGÍA	74,3	76,2	2,5	89,7
5	ENERSIS	ENERGÍA	76,4	77,8	1,8	89,5
6	ANTOFAGASTA PLC	MINERÍA	77,3	72,4	-6,3	89,0
7	MASISA	INDUSTRIAL/FORESTAL	77,3	76,8	-0,7	84,9
8	ANDINA	ALIMENTOS/BEBIDAS	67,7	72,4	7,0	81,4
9	BANCO DE CHILE	FINANCIERO	54,4	69,4	27,7	80,9
10	AGUAS ANDINAS	SANITARIAS		62,5	N.D.	76,0
11	CCU	ALIMENTOS/BEBIDAS	57,1	66,5	16,5	75,3
12	CMPC	INDUSTRIAL/FORESTAL	47,7	59,7	25,0	73,6
13	WALMART CHILE (ex D&S)	COMERCIO	60,1	60,5	0,6	73,4
14	CAP	INDUSTRIAL	48,9	58,7	20,0	72,4
15	MADECO	INDUSTRIAL	58,3	62,7	7,5	71,5
16	SOQUIMICH	MINERÍA	72,8	65,9	-9,5	70,7
17	COPEC	INDUSTRIAL/FORESTAL	60,1	64,8	7,8	70,4
18	SALFACORP	CONSTRUCCIÓN	60,1	58,3	-3,0	69,0
19	VAPORES (CSAV)	TRANSPORTE	56,8	56,9	0,2	68,9
20	CGE	ENERGÍA	34,1	55,6	63,0	68,0
21	MOLYMET	INDUSTRIAL	45,3	52,1	15,1	67,2
22	GENER	ENERGÍA	55,9	55,4	-0,8	66,9
23	QUIÑENCO	HOLDING	48,6	54,3	11,6	65,0
24	IAM	SANITARIAS	55,9	58,6	4,9	64,6
25	SIGDO KOPPERS	INDUSTRIAL	53,8	53,5	-0,5	64,2
26	CENCOSUD	COMERCIO	37,8	50,2	32,9	63,8
27	WATTS	ALIMENTOS/BEBIDAS	48,3	48,4	0,2	63,3
28	ECL	ENERGÍA	37,8	52,9	40,0	63,2
29	MULTIFOODS	ALIMENTOS/BEBIDAS	52,0	53,6	3,2	63,2
30	EMBNOR	ALIMENTOS/BEBIDAS	41,7	50,1	20,1	62,7
31	PARQUE ARAUCO	INMOBILIARIA	58,3	55,6	-4,7	62,4
32	ANTARCHILE	HOLDING	46,5	55,0	18,2	62,3
33	FASA	COMERCIO	46,5	53,9	15,9	61,9
34	CONCHA Y TORO	VINOS/LICORES	53,8	59,6	10,8	61,4
35	ZOFRI	COMERCIO	47,7	50,4	5,6	61,3
36	VENTANAS	SERVICIOS	-	50,7	N.D.	61,3
37	FORUS	COMERCIO	36,0	47,7	32,6	61,1
38	FALABELLA	COMERCIO	43,5	52,0	19,5	60,8
39	ENAEX	INDUSTRIAL	-	47,3	N.D.	60,6
40	CEMENTOS	INDUSTRIAL	37,2	50,1	34,9	60,3
41	INFORSA	FORESTAL	-	46,6	N.D.	60,1
42	PROVIDA	FINANCIERO	45,0	48,2	7,1	59,2
43	SAN PEDRO	VINOS/LICORES	36,3	46,8	29,0	58,8
44	SECURITY	FINANCIERO	-	47,8	N.D.	58,4
45	IANSA	ALIMENTOS/BEBIDAS	39,0	48,6	24,8	58,3
46	ENTEL	TELECOMUNICACIONES	65,9	44,8	-31,9	58,2
47	EDELPA	INDUSTRIAL	-	51,3	N.D.	58,0
48	VOLCÁN	CONSTRUCCIÓN	39,6	47,8	20,8	57,2
49	SOCOVESA	CONSTRUCCIÓN	56,8	49,5	-12,8	57,1
50	ITATA	ALIMENTOS/BEBIDAS	-	46,2	N.D.	56,8

RK.11	EMPRESAS	SECTOR	ITC.10	ITC.11	Var.%	ICC.11
51	CAMANCHACA	HOLDING	-	47,3	N.D.	56,7
52	COLBÚN	ENERGÍA	42,9	49,6	15,6	56,3
53	POLPAICO	INDUSTRIAL	-	44,6	N.D.	56,0
54	HABITAT	FINANCIERO	-	50,0	N.D.	55,9
55	ENJOY	COMERCIO	34,7	47,2	35,9	55,7
56	ALMENDRAL	HOLDING	39,3	49,4	25,7	55,5
57	CTC	TELECOMUNICACIONES	-	51,6	N.D.	55,4
58	INTEROCEÁNICA (CCNI)	TRANSPORTE	44,1	46,5	5,4	55,2
59	INVERMAR	ALIMENTOS/BEBIDAS	-	47,2	N.D.	54,9
60	ESVAL	SANITARIAS	-	46,1	N.D.	54,3
61	SOQUICOM	INDUSTRIAL	-	45,7	N.D.	54,2
62	PAZ	CONSTRUCCIÓN	-	50,6	N.D.	53,7
63	CRISTALERÍAS CHILE	HOLDING	46,5	44,4	-4,6	53,4
64	BESALCO	CONSTRUCCIÓN	52,6	46,6	-11,3	53,4
65	CAMPOS	HOLDING	-	44,7	N.D.	53,3
66	CORPBANCA	FINANCIERO	56,5	48,6	-13,9	52,5
67	SONDA	SOFTWARE	49,5	47,4	-4,4	52,4
68	GASCO	ENERGÍA	49,2	48,7	-1,1	52,3
69	CIC	INDUSTRIAL	29,0	49,3	70,0	52,3
70	LA POLAR	COMERCIO	42,0	42,6	1,4	51,8
71	HITES	COMERCIO	39,6	48,6	22,7	51,4
72	SCHWAGER	FORESTAL	-	39,5	N.D.	51,2
73	INDISA	SERVICIOS	-	42,7	N.D.	50,6
74	NAVIERA (ULTRAMAR)	TRANSPORTE	-	46,2	N.D.	50,0
75	ANDRÓMACO	QUÍMICA	45,0	43,3	-3,7	49,2
76	TATTERSALL	AGRICULTURA	-	42,7	N.D.	47,6
77	PUCOBRE	MINERÍA	32,3	41,0	26,7	46,7
78	INVERCAP	HOLDING	-	44,8	N.D.	46,2
79	PEHUENCHE	ENERGÍA	-	41,2	N.D.	46,2
80	LAS CONDES (CLÍNICA)	SERVICIOS	-	40,4	N.D.	46,0
81	CRUZADOS	SERVICIOS	23,6	42,4	79,8	45,7
82	CINTAC	INDUSTRIAL	34,7	43,2	24,3	45,5
83	CTI	INDUSTRIAL	-	46,9	N.D.	45,5
84	RIPLEY	COMERCIO	48,6	39,8	-18,1	45,5
85	MINERA VALPARAÍSO	HOLDING	-	42,7	N.D.	44,2
86	BLANCO Y NEGRO	SERVICIOS	36,9	41,8	13,3	43,6
87	BANMÉDICA	FINANCIERO	44,4	47,4	6,7	43,4
88	CUPRUM	FINANCIERO	35,3	36,3	2,8	41,8
89	PILMAIQUÉN	ENERGÍA	-	37,3	N.D.	40,4
90	MELÓN (CEMENTO)	INDUSTRIAL	-	38,9	N.D.	39,0
91	CURAUMA	INMOBILIARIO	-	39,4	N.D.	38,5
92	SM-CHILE	HOLDING	22,7	40,3	77,8	38,0
93	PASUR	FORESTAL	-	33,9	N.D.	36,4
94	AXXION	HOLDING	-	35,5	N.D.	35,7
95	BANVIDA	FINANCIERO	N.C.	N.C.	N.C.	N.C.
96	CALICHERA	HOLDING	N.C.	N.C.	N.C.	N.C.
97	CVA	COMERCIO	N.C.	N.C.	N.C.	N.C.
98	HIPERMARC	COMERCIO	N.C.	N.C.	N.C.	N.C.
99	MARINSA	ALIMENTOS/BEBIDAS	N.C.	N.C.	N.C.	N.C.
100	NORTEGRANDE	INMOBILIARIO	N.C.	N.C.	N.C.	N.C.
101	ORO BLANCO	MINERÍA	N.C.	N.C.	N.C.	N.C.

Fuente: I^oN – UDD | N.D.: no disponible. | N.C.: no califica.

14. Ver anexo.

Anexos

COMPAÑÍAS GLOBALES

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

EMPRESAS	
Itau	Sony Corp
Petrobras	Samsung
Aracruz Celulose	Cemex
Barrick Gold	Phillips
Ubs	Nokia
Nestlé	Unilever
Moller - Maersk	Acer
Acciona	Tata Motors
Telefónica	Vodafone
Bbva	Rio Tinto
L'Oreal	Virgin Media
Totalfinaelf	3M
Volkswagen	Exxon Mobil
Allianz	Johnson & Johnson
Deutschebank	Google
Basf	Kraft
Enel	Walmart
Pirelli & C	JP Morgan
Mitsubishi	Coca Cola
Sumitomo	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, 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 revisando la información existente en los sitios web de un grupo seleccionado de compañías globales¹⁴, que 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: (1) presentación de la empresa y sus negocios, (2) gobierno corporativo, (3) información financiera, (4) información para el inversionista, (5) responsabilidad social y ambiental y (6) 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:

$$ITC = \sum (m_i/n_i) \varphi_i$$

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:

$$ITC = pn10\% + gc25\% + if20\% + ipi30\% + rs10\% + h5\%$$

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 teoría supone también que los inversionistas son racionales y los mercados, 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.

Así, 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 1987 y continuado y perfeccionado por una larga serie de autores (ver bibliografía), el valor

Tabla 3.2

MODELO DE CREDIBILIDAD CORPORATIVA

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

Fuente: I^N-UDD

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 sobre 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 que la confiabilidad es 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 ésta 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 muestran en la Tabla 3.2.

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

$$\begin{aligned} IN &= \sum \alpha_i (CI_i), \\ IF &= \sum \beta_i (CI_i), \\ IA &= \sum \gamma_i (CI_i), \end{aligned}$$

En donde IN es información narrada; IF, información firmada e IA, 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 Sofisticación

Para este análisis se consideraron más de 80 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.

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

$$GSC^i = \frac{\sum C_i}{N_i} * 100$$

En donde GSC es el grado de sofisticación de los contenidos, Ci es la cantidad de información del contenido i, y Ni 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 Re-

source 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

Universidad del Desarrollo
Facultad de Comunicaciones
Septiembre de 2011

Edición en 200 ejemplares¹⁵
Av. La Plaza 680, Las Condes, Santiago.
Teléfono: (56-2) 327 – 9110
www.udd.cl

15. Esta publicación se encuentra protegida por la Ley N° 17.336 sobre Propiedad Intelectual. Su reproducción está prohibida sin la debida autorización de IDN Inteligencia de Negocios y la Facultad de Comunicaciones de la Universidad del Desarrollo. Es lícita la reproducción de fragmentos, siempre y cuando se mencionen su fuente, título y autor.