

Revelación de información y valor de las empresas en América Latina

María Andrea Trujillo Dávila
Alexander Guzmán Vásquez



Colegio de Estudios
Superiores de Administración



CONSEJO PRIVADO DE COMPETITIVIDAD



Schweizerische Eidgenossenschaft
Confédération suisse
Confederazione Svizzera
Confederaziun svizra

Departamento Federal de Economía,
Formación e Investigación DEFI
Secretaría de Estado para Asuntos Económicos SECO



WORLD BANK GROUP

THE WORLD BANK IFC International Finance Corporation



Colegio de Estudios
Superiores de Administración



Revelación de información y valor de las empresas en América Latina



Colegio de Estudios
Superiores de Administración



CONSEJO PRIVADO DE COMPETITIVIDAD



Schweizerische Eidgenossenschaft
Confédération suisse
Confederazione Svizzera
Confederaziun svizra

Departamento Federal de Economía,
Formación e Investigación DIFI
Secretaría de Estado para Asuntos Económicos SECO



WORLD BANK GROUP

THE WORLD BANK
IBRD - IDA

IFC International
Finance Corporation

658.15 / G994r 2015
Guzmán Vásquez, Alexander (Autor)

Revelación de información y valor de las empresas en América Latina / Alexander Guzmán Vásquez, María Andrea Trujillo Dávila (autores). Bogotá: Colegio de Estudios Superiores de Administración -CESA-. Editorial CESA, 2015. 334 p.

ISBN: 9789588722870

DESCRIPTORES:

1. EMPRESAS – América Latina. -- 2. SECTOR PRODUCTIVO - América Latina. -- 3. SEGMENTACIÓN DEL MERCADO. – 4. EMPRESAS COLOMBIANAS

© 2015 CESA - Colegio de Estudios Superiores de Administración
© 2015 Consejo Privado de Competitividad – CPC
© 2015 World Bank Group
© 2015 Secretaría de Estado para Asuntos Económicos – SECO
© 2015 María Andrea Trujillo Dávila – [maria.trujillo@cesa.edu.co]
© 2015 Alexander Guzmán Vásquez – [alexander.guzman@cesa.edu.co]

ISBN: 978-958-8722-87-0
Editorial CESA
Casa Incolda
Diagonal 34a No 5a - 23
www.editorialcesa.com
www.cesa.edu.co
editorialcesa@cesa.edu.co

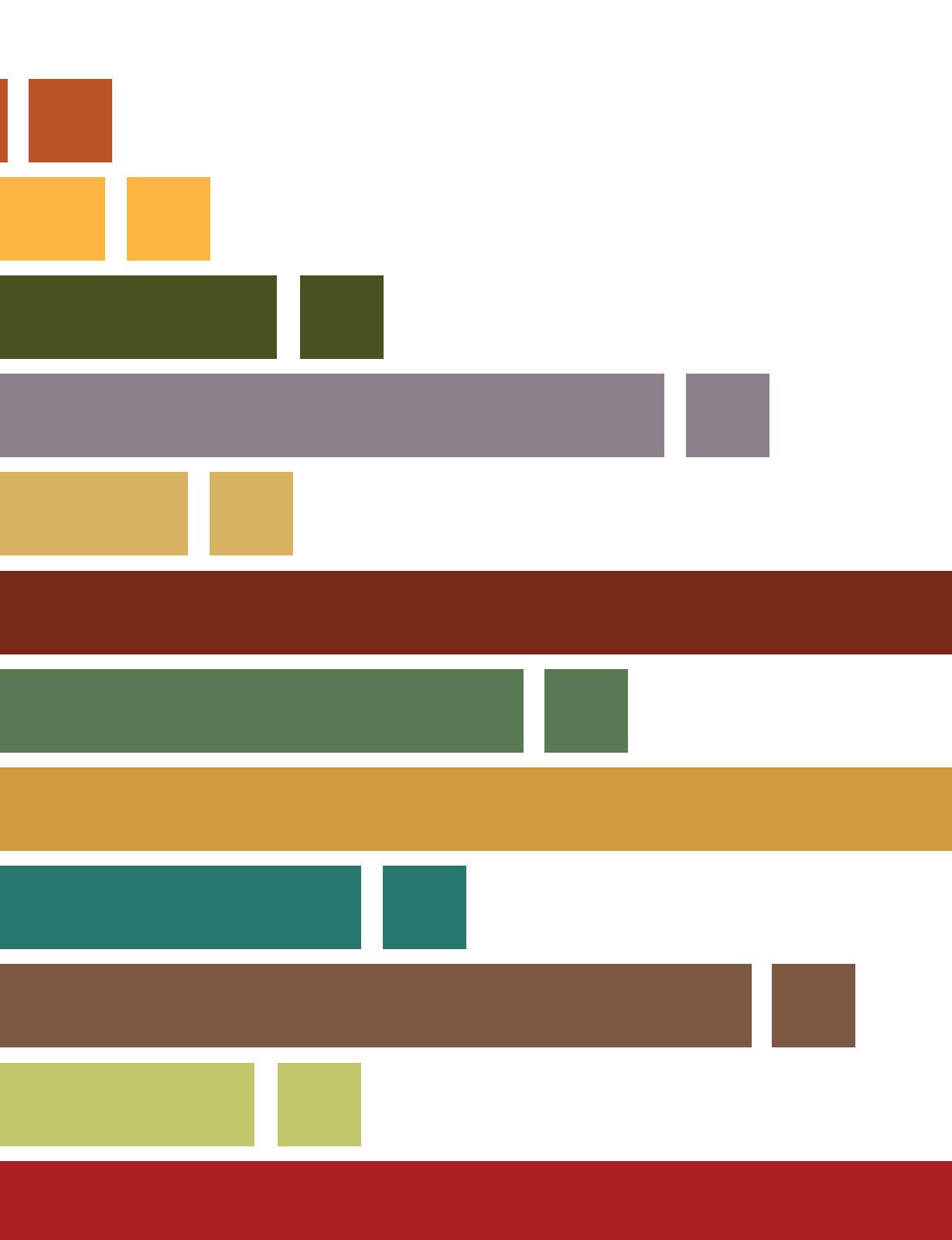
Grupo de Investigación en Innovación y Gestión Empresarial
Línea de Investigación en Finanzas
Proyecto: Gobierno Corporativo
Código interno:10013

Bogotá, D.C, julio de 2015

Coordinación Editorial: Editorial CESA
Corrección de estilo: Lina Calle Arango
Diseño y diagramación: Yimmy Alberto Ortiz Arias
Impresión: Imageprinting Ltda

Todos los derechos reservados.
Esta obra no puede ser reproducida sin el permiso previo escrito.

Impreso y hecho en Colombia
Printed and made in Colombia



Revelación de información y valor de las empresas en América Latina

María Andrea Trujillo Dávila y Alexander Guzmán Vásquez

Consejo Privado de Competitividad -CPC

CESA - Colegio de Estudios Superiores de Administración

World Bank Group

Secretaría de Estado para Asuntos Económicos -SECO

Contenido

Agradecimientos de los autores	14
Prólogo	15

1. Introducción	19
------------------------------	-----------

2. Metodología de la investigación	29
-------------------------------------------------	-----------

2.1. Datos y fuentes de información	31
2.2. Índice de revelación de información	32
2.3. Países incluidos en el estudio	43

3. Hallazgos generales sobre revelación de información en América Latina 53

3.1. Generalidades	54
3.2. Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes	58
3.3. Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario	59
3.4. Revelación por sectores productivos	67
3.5. Revelación por países y segmentos de mercado	72
3.6. Desagregación del índice de revelación total por segmentos de mercado para los años 2010 y 2013	78
3.7. Evolución de la revelación total por componente y país	88

4. Colombia 99

4.1. Generalidades	100
4.2. Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes	104
4.3. Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario	111
4.4. Revelación por sectores productivos	113
4.5. Revelación de las empresas colombianas de baja, mínima y nula bursatilidad	126
4.6. Análisis de la situación de las empresas colombianas en términos de transparencia e implicaciones de política pública	129

5. Brasil 151

5.1. Generalidades	152
5.2. Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes	155
5.3. Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario	156
5.4. Revelación por sectores productivos	157
5.5. Revelación en las empresas brasileras de otros segmentos del Bovespa	168

6. México 183

6.1. Generalidades	184
6.2. Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes	186
6.3. Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario	192
6.4. Revelación por sectores productivos	193

7. Perú 201

7.1. Generalidades	202
7.2. Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes	205
7.3. Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario	206
7.4. Revelación por sectores productivos	214

8. Argentina 217

8.1. Generalidades	218
8.2. Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes	220
8.3. Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario	226
8.4. Revelación por sectores productivos	227

9. Chile 235

9.1. Generalidades	236
9.2. Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes	239
9.3. Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario	245
9.4. Revelación por sectores productivos	252

10. Revelación de información y valor de las empresas 255

10.1. Base de datos y variables utilizadas	257
10.1.1. Descripción de la base de datos	257
10.1.2. Índices de revelación	258
10.1.3. Variables de desempeño financiero	259
10.1.4. Variables financieras y de características de la firma	260
10.2. Estadística descriptiva	262
10.3. Revelación de información y valor de las empresas en el mercado	265
10.4. Revelación de información y desempeño financiero	271
10.5. Comentario de cierre	275

11. Antecedentes y marco teórico 281

11.1. Generalidades	282
11.2. Convergencia legal	286
11.3. Convergencia funcional	292
11.3.1. Juntas directivas	292
11.3.2. Propiedad y compensación gerencial	294
11.3.3. Concentración de la propiedad por un externo	296
11.3.4. Pago de dividendos	298
11.3.5. Endeudamiento	299
11.3.6. Unificaciones de diferentes tipos de acciones	300
11.3.7. Órganos y mecanismos de gobierno en la empresa familiar	301
11.3.8. Transparencia y revelación de la información	302
11.4. Revelación de información y valor de las empresas	305
11.4.1. Estudios previos	305
11.4.2. Recomendaciones de organismos multilaterales	310
11.4.3. Recomendaciones de buen gobierno para empresas listadas en Colombia	313
11.4.4. Programa IR de la Bolsa de Valores de Colombia	315

Referencias 319

Anexo: Listado de empresas por país 325

Agradecimientos de los autores

Primero, agradecemos el respaldo incondicional del CESA para realizar este proyecto de investigación y otorgarnos el apoyo suficiente para culminar con éxito la publicación que el lector tiene hoy en sus manos.

Además, agradecemos a Rosario Córdoba, Presidente del Consejo Privado de Competitividad, por avalar este proyecto; el acompañamiento de Juan Felipe Quintero, Secretario General del Consejo Privado de Competitividad, cuyos comentarios hacen que el producto final sea mejor de lo esperado; y el aval de la IFC, que respalda esta publicación en el marco del convenio que desarrolla el CESA con dicha entidad para fortalecer el gobierno corporativo en Colombia.

De igual manera, agradecemos a las asistentes de investigación de este proyecto, Paola Ximena Mariño y Paola Parada, por trabajar de manera comprometida para cumplir con los objetivos establecidos; y a Sylvana Corredor y Melissa Ortiz, egresadas del CESA, que en el 2013 trabajaron con nosotros en la prueba piloto que realizamos a empresas colombianas. Finalmente, agradecemos el apoyo de la Editorial CESA y de los dos pares anónimos, cuyas sugerencias nos llevaron a una mejor versión de este libro.

Prólogo

Colombia se encuentra cada vez más inmersa en la economía global. El país no solo ha firmado varios tratados de libre comercio para potenciar el intercambio de bienes y servicios, sino que en la actualidad participa en la consolidación de la Alianza del Pacífico (junto con Chile, México y Perú); iniciativa de integración regional que será la plataforma de entrada a la región Asia-Pacífico.

De la misma manera, Colombia participa en el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), iniciativa que integra las bolsas y los depósitos de Chile, Colombia, México y Perú con el fin de expandir el mercado de capitales de la región.

El actual proceso de adhesión de Colombia a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) también refleja el interés del país por estar cada vez más insertado en la economía global. Con su entrada a esta organización, podrá participar en espacios internacionales valiosos para el continuo mejoramiento de las políticas públicas, así como de las prácticas del sector privado.

Las diferentes iniciativas de inserción a la economía global abren nuevas oportunidades para que el país incremente su desempeño económico y social. La apertura de mercados para los bienes y servicios producidos en el país, la consolidación

de los mercados financieros para expandir las alternativas de inversión y de financiamiento, así como la activa participación en espacios internacionales reconocidos en materia de política pública y buenas prácticas empresariales, son aspectos que contribuyen a que Colombia avance hacia una sociedad más próspera.

No obstante, la concreción de estas oportunidades en resultados precisos y visibles no es automática. Para que estas iniciativas realmente se conviertan en un mayor crecimiento económico y en mejores condiciones sociales, tanto el sector público como el sector privado deben superar retos importantes.

Por un lado, el Gobierno Nacional, así como el Congreso de la República y la rama judicial, deben implementar acciones contundentes para mejorar la competitividad del país. De acuerdo con el Foro Económico Mundial, Colombia ocupa el puesto 66 entre 144 países en el Índice Global de Competitividad debido a serios retrasos en instituciones (posición 111), eficiencia del mercado de bienes (puesto 109), salud y educación primaria (posición 105), infraestructura (puesto 84), eficiencia del mercado laboral (posición 84), e innovación (puesto 77). En este contexto, es clave que desde el sector público se tomen decisiones eficaces para cerrar brechas en áreas críticas para el desempeño económico y social del país.

De otro lado, el sector privado debe adoptar buenas prácticas que mejoren su desempeño productivo. Si bien las condiciones externas para realizar actividades empresariales siempre pueden ser mejores, lo cierto es que un sector privado exitoso a nivel internacional debe implementar estrategias para incrementar su productividad a través de la adopción de mejores prácticas. En este campo el país tiene espacios de mejora significativos. De acuerdo con el London School of Economics, el Banco Mundial y el Departamento Nacional de Planeación, la calidad gerencial del sector privado colombiano es la más baja entre una muestra de 22 países dentro de los que se incluyen algunos de la región como Brasil, Chile, Argentina y México. Es importante señalar que en este mismo estudio Colombia presentó la mayor diferencia entre la autocalificación y los resultados objetivos de la encuesta, hecho que implica que los gerentes colombianos desconocen que tienen un espacio de mejora importante en cuanto a sus competencias. De la misma manera, según el DANE (Encuesta de Desarrollo e Innovación Tecnológica –EDIT), el 74% de las empresas manufactureras son consideradas no innovadoras, lo que supone un reto de gran envergadura para las empresas colombianas en un entorno cada vez más globalizado y con crecientes niveles de competencia.

El gobierno corporativo es una de las áreas claves en las que el sector privado siempre debe implementar buenas prácticas. Si bien Colombia ha impulsado la promoción de buenas prácticas en este campo a través la promulgación de la Ley del Mercado de Capitales y la implementación del Código País de Mejores Prácticas Corporativas, entre otras iniciativas, es necesario que también el sector privado mejore constantemente sus prácticas relacionadas con el área.

En este contexto, este libro de investigación sobre la revelación de información y valor de las empresas en América Latina tiene el propósito de contribuir a que el sector privado colombiano conozca su desempeño relativo con respecto a los niveles de transparencia corporativa, un asunto crítico dentro del gobierno corporativo. Diferentes estudios y análisis económicos han demostrado que la transparencia y revelación de información están relacionadas directamente con la profundidad, liquidez y, en general, desarrollo de los mercados de capitales. Lo anterior es crítico para la región, que busca mejorar su competitividad, posicionamiento y acceso a los mercados de capitales globales. Esperamos que, con base en los resultados de esta publicación, el sector privado implemente acciones adicionales para fortalecer sus prácticas en torno a la transparencia y revelación de información, lo cual permite generar confianza entre los inversionistas, obtener financiación con mayor facilidad y, por lo tanto, contar con los recursos financieros necesarios para soportar la operación y aprovechar oportunidades de crecimiento.

ROSARIO CÓRDOBA,

Presidente, Consejo Privado de Competitividad

HENRY BRADFORD,

Rector, CESA – Colegio de Estudios Superiores de Administración

OLIVER ORTON,

Gerente Regional de Gobierno Corporativo para América Latina y El Caribe,
International Finance Corporation – IFC

1. Introducción

Por Juan Felipe Quintero

Secretario General

Consejo Privado de Competitividad

La presente introducción pretende cumplir con dos objetivos fundamentales: ofrecer un resumen ejecutivo del libro y, además, provocar al lector para que realice una lectura detallada del mismo.

El documento facilita entender la importancia del gobierno corporativo en general, y de la transparencia y revelación de información en particular. Además, crea conciencia entre los empresarios sobre la pertinencia de la implementación de buenas prácticas de gobierno y de los beneficios que esto conlleva para la empresa y para los diferentes grupos de interés, entre ellos los accionistas.

Tal como se reseña en el capítulo 11, dedicado a los antecedentes y marco teórico, el gobierno corporativo ha ganado relevancia en América Latina en los últimos 15 años. En 2000 comenzó el trabajo de la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo, en la que participaron entidades multilaterales como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), el Banco Mundial, la Corporación Financiera Internacional (IFC), y otras entidades públicas y privadas de la región. El trabajo de esta mesa redonda se reflejó en el documento *White paper* sobre gobierno corporativo en América Latina (OCDE, 2004b), el cual pone de presente los desafíos de la región relacionados con el cumplimiento y la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo.

De la misma manera, en 2005 el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) publicó el libro *Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo* con la intención de reforzar la importancia del cumplimiento y la aplicación de las normas de gobierno corporativo en todo tipo de empresas, desde las grandes listadas en bolsa hasta las empresas cerradas o familiares. De acuerdo con Trujillo y Guzmán (2014), lo anterior es especialmente relevante porque permite contextualizar las prácticas de gobierno corporativo en empresas cerradas, medianas y pequeñas que no están listadas en bolsa. Dada la importancia en el Producto Interno Bruto y en la generación de empleo de las empresas de capital cerrado en la región, la CAF continuó profundizando en las especificidades del gobierno corporativo en este tipo de firmas con la publicación del *Manual de gobierno corporativo para empresas de capital cerrado* (CAF, 2006).

En Colombia el gobierno corporativo también ha ganado importancia en los últimos años. Se destacan los estudios de Confecámaras y el CIPE realizados entre 2000 y 2002, los cuales diagnosticaron el desempeño del gobierno corporativo en el país e identificaron debilidades sustanciales como “la falta de códigos de gobierno corporativo de adopción obligatoria o voluntaria en el país, la escasa independencia de los miembros de junta directiva, la baja aplicabilidad de los derechos existentes para los inversionistas, la necesidad de promulgar derechos adicionales para los inversionistas de conformidad con estándares internacionales, y la falta de una política clara de divulgación en la información” (Trujillo y Guzmán, 2014). Estos estudios de diagnóstico, junto con análisis de entidades públicas, fueron un insumo importante para fortalecer la regulación en materia de gobierno

corporativo en el país. La promulgación del Código de Mejores Prácticas Corporativas (mejor conocido como el Código País) en 2007, el cual define estándares mínimos que deben ser tenidos en cuenta por las empresas que actúan como emisores de títulos valores en la Bolsa de Valores de Colombia, es otro hito significativo. Este código, actualizado en el 2014, sirve de referente para las empresas vigiladas por la Superintendencia Financiera en Colombia. Por su parte, en 2009 la Superintendencia de Sociedades, Confecámaras y la Cámara de Comercio de Bogotá publicaron la Guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia (Superintendencia de Sociedades et al, 2009), con el fin de desarrollar lineamientos e incentivar la adopción de buenas prácticas relacionadas con el gobierno corporativo de este tipo de sociedades¹.

De igual manera, el capítulo 11 señala cómo las empresas responden a la normatividad local en relación con sus prácticas y estructura de gobierno, por lo que la regulación tiene un papel determinante en el gobierno corporativo. Los gobiernos, conscientes de lo anterior, configuran sus marcos regulatorios siguiendo el ejemplo de los países más avanzados en el tema, lo que genera un proceso de convergencia legal. Sin embargo, las empresas pueden buscar diferenciarse adoptando prácticas más exigentes a las impuestas por el marco legal. A esto se le conoce como convergencia funcional, e incluye las buenas prácticas adoptadas para incrementar los niveles de transparencia de las empresas. Si el lector se pregunta cuál es la diferencia entre revelación y transparencia, la respuesta es sencilla. La primera responde a los requerimientos de ley, y la segunda a la adopción voluntaria de buenas prácticas para reducir las asimetrías de información entre el equipo de alta gerencia y los diferentes grupos de interés de la empresa, lo que lleva a mejores valoraciones, mayor confianza por parte de los inversionistas y mayor reputación para la empresa. Sin embargo, a lo largo del texto estos términos son usados por los autores indistintamente.

En este contexto, esta publicación tiene el objetivo de profundizar el análisis sobre el desempeño de las empresas listadas en las principales bolsas de valores de América Latina en cuanto a las prácticas de revelación empresarial. Adicionalmente, esta publicación también busca establecer la relación entre mejores prácticas de revelación de información y diferentes variables de desempeño empresarial. De esta forma, el libro contribuye a entender de manera profunda el desempeño que en materia de revelación de información han tenido las empresas listadas en los principales mercados de capitales. Se destaca

¹ Para un mayor detalle de la evolución del gobierno corporativo en Colombia se sugiere al lector consultar el capítulo 1 de Guzmán y Trujillo (2012).

que este estudio incluye análisis agregados por país, así como análisis de revelación de información por sectores, niveles de bursatilidad e identidad del accionista mayoritario. La presente investigación cubre 454 empresas listadas en los seis mercados de capitales más grandes de América Latina (Brasil –Bovespa y segmento Novo Mercado–, México, Chile, Colombia –alta y media bursatilidad; y baja, nula y mínima bursatilidad²–, Perú y Argentina), y analiza el comportamiento de las empresas de la muestra en materia de revelación para el período 2010-2013.

Para cumplir con el objetivo de la publicación, se construyó un índice que está compuesto por 50 variables o elementos que facilitan evaluar el nivel de revelación de información de cada empresa en los siguientes aspectos: junta directiva, resumen ejecutivo, información de la empresa, gobierno corporativo, responsabilidad social corporativa, informe económico, gestión de riesgos, dimensión social, y responsabilidad con otros grupos de interés. El valor de este índice corresponde al porcentaje de variables reveladas sobre el total de variables evaluadas. De esta manera, el valor del índice está entre 0 y 50 puntos en términos absolutos, y entre 0 y 1 en términos relativos, en donde 0 corresponde a ningún criterio revelado y 1 señala que la empresa revela información para cada una de las 50 variables incluidas en el índice. La fuente principal de información para la construcción de este índice son los informes de gestión anuales publicados por las compañías en sus páginas de internet. Dicha información se complementa con otros informes publicados tanto en las páginas de internet de las entidades reguladoras del mercado accionario de cada país, como en las páginas de internet de las empresas. El capítulo 2 de este libro detalla la metodología de la investigación, incluyendo datos y fuentes de información, la metodología de cálculo del índice de revelación de información y los países incluidos en el estudio.

Los resultados de revelación de información agregados para América Latina, los cuales son presentados en el capítulo 3 de esta investigación, señalan que las empresas de la región han incrementado su transparencia entre 2010 y 2013. Efectivamente, el índice de revelación de información total (que recoge información de los informes de gestión, así como de otros informes complementarios) pasó de 0,553 a 0,597 entre 2010 y 2013, lo que implica un aumento de 4,4 puntos porcentuales.

2 La Superintendencia Financiera de Colombia calcula el Índice de Bursatilidad Accionaria (IBA) para medir el nivel de liquidez de una acción en el mercado accionario colombiano. El IBA es calculado para cada acción con base en la frecuencia promedio de transacción por mes y volumen promedio de transacción por operación, para los últimos cuatro meses. Lo anterior permite clasificar las acciones en alta, media, baja o mínima bursatilidad. Si las acciones de una empresa no han sido transadas durante los últimos cuatro meses, la bursatilidad de este título valor es nula. Para mayor detalle del cálculo de la bursatilidad de las acciones en el mercado accionario colombiano se sugiere al lector consultar la información provista por la Superintendencia Financiera de Colombia al respecto. La clasificación utilizada en esta investigación sigue la realizada en el Índice de Bursatilidad Accionaria (IBA), calculado por la Superintendencia Financiera de Colombia para diciembre de 2014.

Si bien esta tendencia es positiva, es importante señalar que, en el agregado, las empresas latinoamericanas no reportan información relacionada con el 40% de las variables incluidas en el índice. De las nueve áreas que componen este, el resumen ejecutivo (0,914) y el informe económico (0,906) son las que presentan un puntaje de revelación más alto para el año 2013. Por el contrario, los niveles de revelación de información relacionados con la dimensión social (0,335), junta directiva (0,470) y gobierno corporativo (0,506) son relativamente bajos.

En cuanto al desempeño sectorial, las empresas pertenecientes al sector de actividades inmobiliarias; educación; hoteles y restaurantes; explotación de minas y canteras; y suministro de electricidad, gas y agua presentan los niveles más altos de revelación de información, con índices de 0,685, 0,680, 0,657, 0,641 y 0,625 respectivamente. Por el contrario, las firmas pertenecientes a los sectores de vehículos de inversión; pesca; agricultura, ganadería, caza y silvicultura; y otras actividades de servicios comunitarios y sociales se caracterizan por tener niveles de revelación relativamente bajos: 0,495, 0,496, 0,500 y 0,526 respectivamente.

Por su parte, este estudio también identifica diferencias importantes en las prácticas de revelación de información entre firmas con alta bursatilidad y empresas con baja bursatilidad. Mientras que las empresas con alta bursatilidad de la región tienen un índice de revelación de 0,687 en 2013, para el mismo año las empresas con baja presentan un índice de 0,565. Es importante señalar que la brecha de este último grupo de firmas se ha expandido en el tiempo, pues entre 2010 y 2013 su nivel de revelación de información solo creció 3,4 puntos porcentuales, menos de la mitad del crecimiento del índice de las empresas de alta bursatilidad en el mismo período de tiempo (7,4 puntos porcentuales).

La investigación también identifica diferencias importantes del nivel de revelación de información de acuerdo con la identidad del accionista mayoritario. Las empresas cuyo accionista mayoritario es el Estado, las multinacionales, los fondos de pensiones u otros institucionales, y las familias presentan los niveles de revelación más altos: 0,661, 0,603, 0,600 y 0,600 respectivamente. Por su parte, las empresas cuyo accionista mayoritario son los bancos (0,534) y otras empresas domésticas (0,590) tienen índices de revelación relativamente bajos.

Con relación al desempeño por países, se destaca especialmente el caso de las firmas colombianas con alta y media bursatilidad, pues pasaron de tener el nivel más bajo de revelación a nivel regional (0,471) en 2010, a ser el grupo de empresas con el mayor índice de revelación de información total en 2013 (0,709). Las firmas brasileras del Novo Mercado tienen el segundo puntaje más alto (0,699), seguidas

por México (0,672), Perú (0,581), Argentina (0,559), las empresas brasileras de Bovespa (0,557), Chile (0,548), y un grupo de once firmas colombianas con baja, mínima y nula bursatilidad (0,527).

El incremento de 23,8 puntos porcentuales en el nivel de revelación de información de las empresas colombianas con alta y media bursatilidad entre 2010 y 2013 es extraordinario si se compara con el crecimiento del índice de Argentina (4,7 puntos porcentuales), las firmas colombianas con baja, mínima y nula bursatilidad (4 puntos porcentuales), las empresas brasileras en Bovespa (3,8 puntos porcentuales), las firmas brasileras en Novo Mercado (3,7 puntos porcentuales), Perú (3,7 puntos porcentuales), Chile (2,6 puntos porcentuales) y México (1,4 puntos porcentuales).

Tal y como se expone en el capítulo 4 de esta investigación, el buen comportamiento del índice de revelación de información para las empresas colombianas de alta y media bursatilidad se explica principalmente por los incrementos en las dimensiones relacionadas con información de la empresa (30,5 puntos porcentuales), dimensión social (27,6 puntos porcentuales), gestión de riesgos (26,7 puntos porcentuales), gobierno corporativo (25,8 puntos porcentuales) y junta directiva (24,2 puntos porcentuales). A pesar de este buen desempeño, es importante señalar que este grupo de empresas todavía tiene espacios de mejora en materia de revelación de información, especialmente en lo que tiene que ver con junta directiva, dimensión social, gobierno corporativo y gestión de riesgos, áreas en las que el índice es de 0,525, 0,567, 0,629 y 0,689 respectivamente.

El capítulo 4 del documento también incluye un análisis sectorial sobre el desempeño de las empresas colombianas de alta y media bursatilidad. El índice de las empresas pertenecientes al sector de servicios financieros aumentó 21 puntos porcentuales al pasar de 0,46 en 2010 a 0,67 en 2013. De esta manera, el sector financiero colombiano pasó de tener el menor nivel de revelación de información entre la muestra de países en 2010 a tener el tercer valor más alto en 2013, superado únicamente por las firmas del mismo sector en Brasil Novo Mercado (0,81) y en México (0,70).

Por su parte, las empresas colombianas del sector de explotación de minas y canteras alcanzaron un valor del índice de 0,71 en 2013, lo que implica un crecimiento de 16 puntos porcentuales con respecto a 2010, cuando este índice fue de 0,55. Con tal desempeño, este sector pasó de tener el segundo nivel de revelación de información más bajo en 2010 (solo por encima de Argentina) a tener el segundo valor más alto en 2013, únicamente superado por las empresas del mismo sector en Brasil Novo Mercado (0,80).

En cuanto al sector manufacturero, las empresas colombianas de alta y media bursatilidad incrementaron su índice de revelación de información en 20 puntos porcentuales entre 2010 y 2013, al pasar de 0,45 a 0,65. De esta manera, el sector manufacturero colombiano pasó de tener el valor más bajo en 2010 al tercero más alto en 2013, superado por las empresas del mismo sector en Brasil Novo Mercado (0,69) y en México (0,69).

Las empresas colombianas de alta y media bursatilidad del sector de suministro de electricidad, gas y agua pasaron de tener un índice de 0,57 en 2010 a tener un puntaje de 0,78 en 2013, lo que implica un crecimiento de 21 puntos porcentuales. Esta tendencia permitió que este grupo de empresas pasara de tener el tercer valor más alto del índice en 2010 a alcanzar el puntaje más alto de la región entre empresas del mismo sector en 2013.

Por su parte, las empresas colombianas de alta y media bursatilidad del sector constructor incrementaron su índice de revelación de información en 42 puntos porcentuales entre 2010 y 2013, al pasar de 0,25 a 0,67. Así las cosas, este grupo de empresas pasó de tener el índice más bajo del sector constructor en América Latina en 2010 a presentar el puntaje más alto en 2013 (0,67 junto con las empresas constructoras mexicanas).

El sector del comercio al por mayor y al por menor colombiano pasó de tener un índice de revelación de información de 0,65 en 2010 a tener un puntaje de 0,73 en 2013. Esta mejora de 8 puntos porcentuales implicó que el sector del comercio al por mayor y al por menor colombiano pasó de tener el tercer puntaje más alto en 2010 a obtener el valor del índice más alto en Latinoamérica en el 2013.

En cuanto al sector transporte, almacenamiento y comunicaciones, las empresas colombianas incrementaron su índice de revelación de información en 41 puntos porcentuales, al pasar de 0,42 en 2010 a 0,83 en 2013. Por lo tanto, las empresas colombianas de este sector tienen el mayor nivel de revelación de información de la región en 2013, después de haber tenido el puntaje más bajo en 2010.

Las empresas colombianas del sector de firmas de inversión (vehículos de inversión) presentaron un incremento de 30 puntos porcentuales en el índice de revelación de información durante el período de referencia y su valor en 2013 fue 0,73. Con este desempeño, las firmas colombianas pertenecientes a este sector pasaron de tener el quinto puntaje más alto de la región en 2010 a obtener el segundo valor del índice más alto en 2013, únicamente superado por las empresas de este sector en Brasil Novo Mercado (0,84).

Los capítulos 5 a 9 de este libro presentan resultados detallados del índice de revelación de información para Brasil, México, Perú, Argentina y Chile, respectivamente. El capítulo 10 contiene las estimaciones econométricas del efecto que tienen las prácticas de revelación de información y la transparencia corporativa sobre el valor del mercado y el desempeño financiero de las empresas. La hipótesis que este trabajo busca validar a través de estos análisis econométricos es que las empresas con mayores niveles de revelación y más transparentes logran mitigar las asimetrías de información entre los inversionistas en el mercado y la alta dirección de las empresas, de manera que se permite una mejor valoración de las mismas. Adicionalmente, se espera que mejores prácticas de gobierno corporativo impacten positivamente el desempeño financiero de la empresa, debido a que estas facilitan una mejor gestión por parte del equipo directivo.

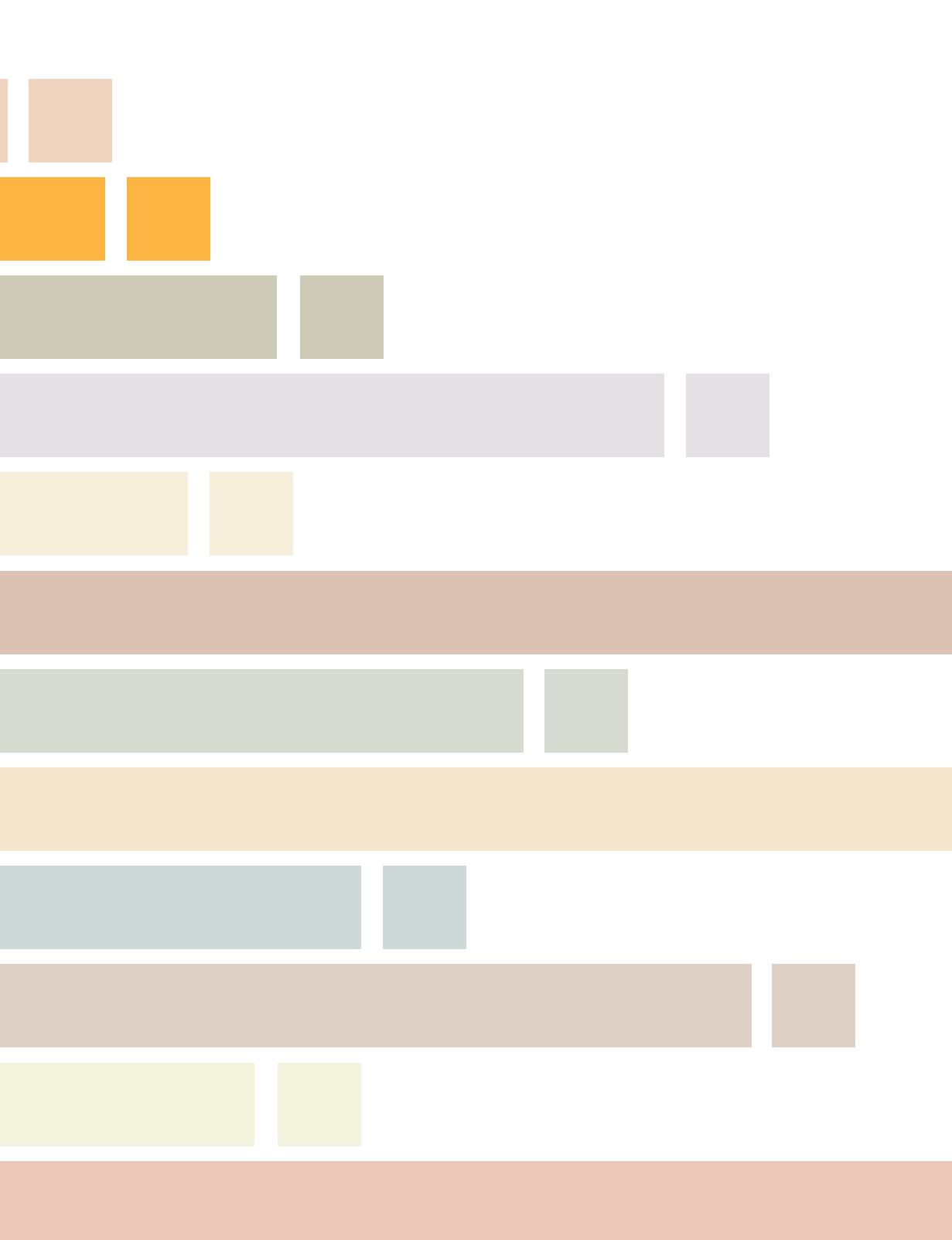
Esta investigación utiliza la Q de Tobin, o razón entre el valor de mercado y el valor en libro de los activos de la empresa, para evaluar el impacto de la revelación de información por parte de las empresas en las expectativas de rendimiento futuro de los activos de la empresa y, por ende, en el valor de la empresa en el mercado. De la misma manera, este estudio utiliza el retorno sobre el capital para evaluar el impacto de la revelación de información sobre el desempeño contable o en libros obtenido por los inversionistas sobre el capital aportado y las utilidades reinvertidas en la empresa. Con respecto a la relación entre la Q de Tobin y la revelación de información, esta investigación encontró que un mayor nivel de revelación de información está relacionado estadísticamente con un mayor valor de la Q de Tobin. En otras palabras, un mayor nivel de información impacta positivamente el valor de mercado de las empresas latinoamericanas. Este estudio identifica que la información revelada más valorada por el mercado es la relacionada con las juntas directivas, los riesgos legales que afronta la empresa, y las políticas de relación con clientes, proveedores y accionistas. Como se anotó anteriormente, son estas áreas las que requieren de mayores esfuerzos en materia de revelación de información en las empresas de la región.

Los resultados econométricos para determinar la relación entre retorno sobre el capital y revelación de información indican que existe una relación positiva y estadísticamente significativa entre el nivel de revelación de información y el desempeño financiero de las empresas (medido a valores de mercado o a valores en libros). De igual manera, la información revelada sobre juntas directivas, gestión de riesgos y la responsabilidad con clientes, proveedores y accionistas es la que más impacto tiene sobre el desempeño de las empresas en América Latina.

Finalmente, el último capítulo de esta publicación contiene los antecedentes y el marco teórico sobre el gobierno corporativo, las prácticas de revelación de información y su relación con el valor de las empresas. Adicionalmente, este capítulo incluye una reseña del programa IR (Investor Relations) de la Bolsa de Valores de Colombia. Los autores intencionalmente ofrecen los antecedentes al final del libro porque consideran que el lector que encuentre interesantes los resultados y valiosas las discusiones previas se sentirá más motivado a indagar sobre los fundamentos teóricos y los antecedentes que soportan esta investigación.

En este contexto, esta publicación no solo provee evidencia empírica sobre la relación positiva que existe entre mayores niveles de revelación de información empresarial y el valor de las firmas en América Latina, sino que contiene un diagnóstico detallado de los niveles de revelación de información para las empresas listadas en los principales mercados de capitales de la región. Por lo tanto, se espera que esta publicación contribuya al fortalecimiento de las prácticas empresariales relacionadas con la revelación de información relevante a inversionistas, agencias reguladoras y demás agentes económicos de estos países. Dicho fortalecimiento no solo incrementará el adecuado flujo de información entre los diversos sectores, sino que, como lo muestran los análisis econométricos, tendrá impactos positivos sobre el desempeño financiero de las empresas latinoamericanas.





2. Metodología de la investigación



El propósito de la presente investigación es conocer y analizar el estado actual de las prácticas de revelación de información empresarial en el contexto de gobierno corporativo para las empresas listadas en los seis mercados de capitales más grandes de América Latina (Brasil –Bovespa y segmento Novo Mercado–, México, Chile, Colombia –alta y media bursatilidad; y baja, nula y mínima bursatilidad–, Perú y Argentina) para el periodo 2010-2013.

Para dar cumplimiento a lo anterior, construimos un índice de revelación de información que nos realizar una caracterización de tipo descriptivo-analítica del estado actual de las prácticas de revelación para las 454 empresas que hacen parte del estudio. Posterior a la etapa preliminar de conocer el nivel de revelación de información, se realizaron contrastaciones empíricas de tipo econométrico para conocer el impacto que tiene la revelación empresarial sobre el desempeño financiero y el valor de las empresas.

2.1. Datos y fuentes de información

La principal fuente de información y punto de partida para el análisis es la información contenida en los informes de gestión anuales publicados por las compañías en sus páginas de internet. Según los principios de gobierno corporativo promulgados por la OCDE, el informe de gestión constituye uno de los medios de revelación más importantes utilizados por las empresas en el proceso de relacionamiento con el inversionista, debido a que en estos se congregan los hechos que fueron determinantes para la empresa en el periodo de análisis y que resultan de interés para el usuario de dicha información. Al mismo tiempo, con el fin de complementar el nivel de información, se revisaron otros informes publicados con información complementaria disponible tanto en las páginas web de los entes reguladores del mercado accionario en cada país, como en las páginas web de las compañías, canal de divulgación que ha tomado relevancia y ha sido objeto de estudio en relación con el impacto generado por la disponibilidad de la información y la valoración de la empresa en el mercado (Chi, 2009; Garay et al., 2013).

Para todas las empresas de la muestra (las cuales están listadas en bolsa) fue posible acceder a los informes de gestión para los años estudiados, ya que todas los tenían disponibles en sus páginas de internet. Lo anterior sugiere la importancia que reviste para las empresas listadas el informe de gestión como mecanismo de rendición de cuentas frente a los diferentes usuarios de la información. Sin embargo, es pertinente resaltar que, buscando hacer un análisis adicional y comparar los niveles de revelación de información entre empresas listadas y de capital cerrado, se intentó conformar un grupo de control con empresas no listadas para cada país, y se evidenció no solo la falta del sitio web para

TABLA 1. Número de empresas incluidas en el estudio por país y sector productivo

SECTOR INDUSTRIAL/PAÍS	NÚMERO DE EMPRESAS POR		
	Argentina	Brasil	Chile
2010-2013			
Servicios financieros	7	8	12
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	2	1	6
Pesca	0	0	4
Explotación de minas y canteras	3	5	5
Industrias manufactureras	15	34	29
Suministro de electricidad, gas y agua	7	10	20
Construcción	1	6	4
Comercio al por mayor y al por menor	2	10	7
Hoteles y restaurantes	0	0	1
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	5	8	12
Firmas de inversión (vehículos de inversión)	3	5	18
Actividades inmobiliarias	0	0	4
Educación	0	1	0
Servicios sociales y servicios de salud	0	1	4
Otras actividades de servicios comunitarios y sociales	1	0	6
TOTAL	46	89	132
PARTICIPACIÓN PORCENTUAL	10,1%	19,6%	29,1%

SECTOR INDUSTRIAL, POR PAÍS Y AÑO.

	Colombia	México	Perú	TOTAL	PART. %
2010-2013					
	9	10	8	54	11,9%
	1	0	0	10	2,2%
	0	0	1	5	1,1%
	3	4	13	33	7,3%
	10	28	21	137	30,2%
	5	0	5	47	10,4%
	3	9	5	28	6,2%
	2	7	2	30	6,6%
	0	5	0	6	1,3%
	3	12	2	42	9,3%
	5	3	6	40	8,8%
	0	0	0	4	0,9%
	0	0	0	1	0,2%
	0	2	0	7	1,5%
	0	3	0	10	2,2%
	41	83	63	454	100,0%
	9,0%	18,3%	13,9%	100,0%	

algunas empresas, sino la falta de informes de gestión e información complementaria. Quisimos contar por lo menos con 20 empresas grandes de capital cerrado en cada país para realizar un análisis comparativo con las empresas listadas, y no fue posible acceder a la información necesaria para llevar a cabo el ejercicio. Lo anterior señala una diferencia significativa entre las prácticas de revelación de las empresas que cotizan sus acciones en bolsa y aquellas que no lo hacen.

En la tabla 1 se presenta el número de empresas que conforman la muestra, las cuales se clasifican por país, y teniendo en cuenta 15 sectores productivos. En total se analizaron 454 empresas durante el periodo de estudio: 46 empresas argentinas, 89 de Brasil, 132 para Chile, 41 empresas colombianas, 83 en México y 63 para Perú. El sector con mayor participación en la muestra es el manufacturero (30,2%), seguido del sector de servicios financieros (11,9%), y del de empresas dedicadas al suministro de electricidad, gas y agua (10,4%). Estos tres sectores dan cuenta del 52,4% del total de la muestra. Otros sectores con una importancia relativa en la composición de la muestra, en su orden, son transporte, almacenamiento y comunicaciones, firmas de inversión, explotación de minas y canteras, comercio al por mayor y al por menor, y construcción. Estos, de manera conjunta, sumados con los tres primeros, cubren el 90,5% de la muestra.

La información revisada corresponde a un total de 3.191 archivos entre informes de gestión y otros informes complementarios. Los archivos recolectados por países ascienden a 276 en el caso de Argentina, 716 revisados para Brasil, 745 para Chile, 298 para el caso de Colombia, 624 archivos para México y 532 para Perú.

2.2. Índice de revelación de información

Para llevar a cabo el análisis del nivel de revelación de información contenida en los informes antes mencionados, se construyó un índice de revelación de información para los años 2010-2013 para cada una de las empresas listadas en el mercado de capitales de cada país y para cada año en particular. En el proceso de construcción del índice, toda la información recolectada se agregó en un cuestionario

con 50 preguntas dividido en nueve secciones o componentes en relación con la gestión de la compañía, su gobierno corporativo, la dimensión social y ambiental, y las relaciones con diferentes grupos de interés. El índice se elaboró teniendo en cuenta los lineamientos en gobierno corporativo de los principales organismos multilaterales, como OCDE y CAF, y los códigos colombianos de buen gobierno para empresas listadas (Código País) y de capital privado (Guía de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia).

La sección de Junta Directiva contiene ocho preguntas relacionadas con la composición de la junta, información de los miembros y los comités de apoyo a la misma. La sección de Resumen Ejecutivo está conformada por tres preguntas que constituyen la presentación de la compañía ante sus grupos de interés. El componente de Información de la Empresa consta de siete preguntas en relación con el perfil, estructura, estrategia y antecedentes de la compañía. La sección de Gobierno Corporativo contiene ocho preguntas relacionadas con la existencia y cumplimiento de un código de buen gobierno, así como de la estructura de gobierno, la estructura de control interno y externo, y mecanismos anticorrupción. El componente de Responsabilidad Social Corporativa presenta cinco preguntas que evidencian el relacionamiento con los grupos de interés y manejo del medioambiente. El componente del Informe Económico se constituye a través de seis preguntas que agrupan la situación financiera de la compañía a través de estados financieros, indicadores y administración del presupuesto. La sección de Gestión de Riesgos, compuesta por seis preguntas, recoge el proceso de gestión de riesgos e implicaciones legales. El componente de Dimensión Social, con siete preguntas, presenta todo lo relacionado con el ambiente laboral y bienestar de los empleados. Finalmente, el componente de Responsabilidad con Otros Grupos de Interés evidencia a través de tres preguntas el nivel de relacionamiento con clientes proveedores y socios. La tabla 2 presenta un detalle de los diferentes componentes y el cuestionario completo del índice.

Es necesario señalar que los componentes de Dimensión Social y Responsabilidad con Otros Grupos de Interés, tal como están estructurados en el índice, nos permiten realizar un análisis más profundo del relacionamiento de la empresa con sus grupos de interés. El componente de Responsabilidad Social Corporativa incluye preguntas generales sobre el relacionamiento de la empresa con los grupos de interés y el entorno, mientras que los componentes de Dimensión Social y Responsabilidad con Otros Grupos de Interés indagan con mayor detalle el relacionamiento de la empresa con los actores claves, como empleados, proveedores, clientes y accionistas.

TABLA 2. Índice de Revelación de Información

JUNTA DIRECTIVA		
1	Nombres de los miembros de junta directiva	La empresa revela el listado de nombres completos para cada uno de los miembros de la junta directiva de la compañía.
2	Carácter de interno o externo	La empresa revela la calidad en términos de independencia de cada uno de los miembros de la junta directiva.
3	Perfil de los miembros de la junta	La empresa revela el perfil profesional, la posición laboral, la edad y el género de cada uno de los miembros de la junta directiva.
4	Remuneración de los miembros de la junta	La empresa revela los honorarios por asistencia a las sesiones de la junta directiva en el año.
5	Asistencia a las reuniones	La empresa revela la asistencia a sesiones de los miembros de la junta directiva en términos de número de sesiones realizadas durante el año y el porcentaje de participación de sus miembros.
6	Procesos de selección y elección de los miembros de junta directiva	La empresa revela el proceso de elección, periodo y metodología de votación para elección de los miembros de la junta directiva.
7	Nombre de los comités	La empresa revela información de los comités de apoyo a la junta directiva, así como los objetivos y el alcance de cada uno.
8	Integrantes de los comités	La empresa revela información de los miembros que conforman los comités de apoyo a la junta directiva
RESUMEN EJECUTIVO		
9	Resumen general de la operación del año	La empresa revela información de los principales hechos destacables durante el año en relación con la operación, administración y gestión de la empresa.
10	Resumen de la información financiera	La empresa revela información de los principales hechos financieros en relación con nivel de ingresos, márgenes, exportaciones y niveles de inversión.

11	Carta a los accionistas	La empresa revela un mensaje dirigido a los grupos de interés en relación con la gestión de la empresa durante el año, desempeño económico y financiero, compromiso social de la empresa, gestión ambiental y futuro de la compañía.
INFORMACIÓN DE LA EMPRESA		
12	Perfil de la empresa	La empresa revela información del tipo societario, actividad económica y presencia nacional e internacional.
13	Estructura organizacional	La empresa revela información de la estructura organizacional de la compañía detallando los diferentes niveles jerárquicos, unidades funcionales y de apoyo.
14	Historia	La empresa revela una línea de tiempo con los principales hechos que describen el pasado y presente de la empresa (desde el año de fundación hasta el presente).
15	Marco estratégico	La empresa revela un resumen del plan estratégico en desarrollo y los principales desafíos afrontados durante el año para cumplirlo, así como avances en el mismo.
16	Misión	La empresa revela la misión de la compañía.
17	Visión	La empresa revela la visión de la compañía.
18	Certificaciones y acreditaciones	La empresa revela los premios y reconocimientos recibidos en el año, así como las certificaciones y acreditaciones alcanzadas.
GOBIERNO CORPORATIVO		
19	Código de buen gobierno	La empresa revela la existencia de un código de buen gobierno especificando las prácticas de gobierno corporativo establecidas en el mismo.
20	Estructura de gobierno	La empresa revela los órganos que hacen parte de la estructura de gobierno de la compañía (asamblea general de accionistas, junta directiva y comités de alto gobierno)

21	Informe anual de gobierno corporativo	La empresa revela un informe detallado de todas las actividades que hacen parte del Sistema de Gobierno Corporativo, realización y ejecución.
22	Cumplimiento del código de buen gobierno	La empresa revela el cumplimiento del código de buen gobierno así como los cambios realizados al mismo durante el año.
23	Procesos de selección y política de remuneración de altos directivos	La empresa revela la política de selección y remuneración de los altos directivos.
24	Estructura de control interno	La empresa revela las prácticas realizadas dentro del sistema de control interno, así como las realizadas por la dirección de auditoría interna.
25	Estructura de control externo	La empresa revela los diferentes organismos que fungen como controles externos a la compañía (revisor fiscal, órganos de inspección, vigilancia y control, agencias calificadoras de riesgo).
26	Transparencia y anticorrupción (manual conflictos de interés)	La empresa revela la existencia de un Código de Ética, de normativas en materia de preventión de actos ilícitos, mecanismos de preventión del fraude y corrupción.
RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA		
27	Relacionamiento con grupos de interés	La empresa revela las expectativas y compromisos establecidos con los grupos de interés, así como la adopción de prácticas de beneficio mutuo, relacionamiento, y los medios de verificación y cumplimiento.
28	Resultados de la RSE con grupos de interés	La empresa revela el nivel de cumplimiento de cada uno de los megas de relacionamiento con los grupos de interés (sostenibilidad, confianza y reputación corporativa, gestión transparente y respeto a los derechos humanos, comportamiento de apoyo de los grupos de interés).

29	Reporte de sostenibilidad	La empresa revela el reporte integrado de gestión sostenible bajo los estándares del Global Reporting Initiative GRI (gestión económica, social y ambiental). Además, informa el nivel de reputación corporativa para el año de gestión.
30	Proyectos de protección ambiental	La empresa revela la política de gestión ambiental y los proyectos llevados a cabo para proteger el impacto ambiental (calidad del aire, desarrollo limpio, emisiones, cambio climático, biodiversidad, ecoeficiencia, etc.).
31	Inversiones ambientales	La empresa revela los niveles de inversión ambiental (fauna, flora, recuperación y protección de recursos naturales renovables, manejo del agua, aire, desechos).
INFORME ECONÓMICO		
32	Resumen del estado de resultados	La empresa revela el estado de resultados del periodo.
33	Resumen del balance general	La empresa revela el Balance General del periodo.
34	Indicadores financieros	La empresa revela indicadores de liquidez, costo de ventas, rentabilidad, endeudamiento y solvencia.
35	Rendimiento de inversiones	La empresa revela el rendimiento de los portafolios de inversión en moneda local y extranjera.
36	Ejecución presupuestal	La empresa revela toda la ejecución presupuestal de la compañía detallando los diferentes rubros que conforman el presupuesto (recaudo de ingresos y ejecución de gastos).
37	Evolución de la acción en el mercado	La empresa revela el rendimiento de la acción de la compañía en los índices de bursatilidad local y extranjera.

GESTIÓN DE RIESGOS		
38	Identificación de riesgos	La empresa revela el ciclo de gestión de riesgos de la empresa de acuerdo con la estructura organizacional, las líneas de negocio y los procesos de la empresa.
39	Mapa de riesgos	La empresa revela el mapa de riesgos empresariales en relación con el entorno, operacionales, financieros y estratégicos.
40	Asuntos legales	La empresa revela los resultados o avances de los procesos judiciales en los que actuó como demandante y en los que fue demandada, sanciones y multas significativas durante el año reportado, así como las principales contingencias legales.
DIMENSIÓN SOCIAL		
41	Atracción y retención de talento humano	La empresa revela el comportamiento de la planta de personal en términos de nuevas contrataciones en el año detallado por tipo de contrato, género, nacionalidad, edad, régimen laboral, entre otros. Además, señala la existencia de una política de compensación, planes de desarrollo y formación.
42	Perfil y clasificación de trabajadores (tablas salariales)	La empresa revela la escala salarial por género y por cargo.
43	Gestión de la cultura y el ambiente laboral	La empresa revela el proceso de gestionar cultura a través del fortalecimiento de competencias y valores para mejorar comportamientos orientados al cuidado de la vida, las personas, el entorno y las instalaciones. Además, se menciona la existencia de un proceso de evaluación por desempeño a empleados y la cobertura alcanzada en el año.

44	Clima organizacional	La empresa revela los resultados de la medición del clima laboral bajo estándares internacionales que contemplan dimensiones en relación con credibilidad, respeto, integridad, camaradería y orgullo.
45	Proyectos de bienestar para los trabajadores	La empresa revela los planes dirigidos a mejorar la calidad de vida de los trabajadores (Plan de Bienestar, Plan de Salud Ocupacional y Plan de Salud, Seguridad y Medioambiente). Además, se mencionan los reconocimientos a empleados por desempeño y antigüedad.
46	Salud ocupacional	La empresa revela el Plan de salud ocupacional en las áreas de riesgos para la salud, salud industrial, higiene industrial, ergonomía, vigilancia epidemiológica ocupacional y pausas activas.
47	Ausentismo laboral	La empresa revela el informe de gestión, los eventos que son considerados causales del ausentismo laboral (enfermedad común, enfermedad profesional, accidente de trabajo, accidente fuera del trabajo, accidente deportivo, permiso especial de salud y enfermedad de interés ocupacional).
RESPONSABILIDAD CON OTROS GRUPOS DE INTERÉS		
48	Relación con los proveedores	La empresa revela el nivel de empresas y personas contratistas, así como la normativa salarial y programas de formación para contratistas.
49	Relación con los accionistas	La empresa revela los canales de comunicación con inversionistas y el nivel de utilización.
50	Relación con los clientes y los productos	La empresa revela la segmentación de los clientes de la empresa, el nivel de satisfacción de los mismos y el portafolio de productos que vende.

FUENTE: Elaborado teniendo en cuenta los lineamientos en gobierno corporativo de los principales organismos multilaterales, como OCDE y CAF, y los códigos colombianos de buen gobierno para empresas listadas (Código País) y de capital privado (Guía de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia).

La metodología para el cálculo del índice consiste en revisar, para cada empresa, si cada uno de los aspectos que componen el cuestionario de 50 preguntas es revelado, en primer lugar en el informe de gestión de la empresa, y luego a través de otros informes con información complementaria. Para cada uno de estos criterios, una respuesta positiva es calificada con un valor de 1, mientras que toda respuesta negativa es valorada con 0. Así, el valor del índice de revelación de información es justamente la suma de un punto por la existencia (o ausencia) de cada aspecto a revelar. Lo anterior implica que la puntuación total que recibe cada empresa resulta de asignar el mismo peso a cada una de las variables, y no lleva a cabo ningún proceso de ponderación. Por ende, consideramos que la información evaluada en cada elemento tiene igual relevancia para las decisiones que toman los distintos grupos de interés.

El rango de valor que puede tomar el índice está entre 0 y 50 puntos en términos absolutos, y entre 0 y 1 en términos relativos, al dividir el total de puntos obtenidos sobre el total de puntos posibles que, en todos los casos, es equivalente a 50. Es decir, el valor del índice es el porcentaje de criterios revelados sobre el total de criterios evaluados. En las tablas de los diferentes capítulos de este libro se reporta el índice en términos relativos o porcentuales para facilitar la discusión e interpretación de los resultados. En las empresas de la muestra el valor mínimo en términos relativos del índice de revelación a través de informes de gestión es de 0.06 y del índice de revelación total es de 0.10.

Es importante señalar que esta metodología es ampliamente utilizada en estudios de gobierno corporativo. Siguiendo los planteamientos de Geerings et al. (2003) y Grzybkowski y Wójcik (2006), el índice construido no conlleva ningún supuesto en relación con la efectividad de ciertas prácticas de gobierno corporativo. En este estudio no estamos evaluando el gobierno corporativo como un todo, sino uno de sus principales elementos, representado por el nivel de información que es revelada por la empresa a través de los principales canales de divulgación, como lo es el informe de gestión, otros informes dirigidos a los diferentes grupos de interés y la página web.

Para cumplir con los objetivos propuestos en esta investigación, además de los análisis soportados en estadística descriptiva, se realizan análisis multivariados con modelos econométricos panel efectos aleatorios. En estos modelos, las variables explicadas son el valor de mercado de la empresa y el desempeño contable, y dentro de las variables explicativas, además de incluir variables de control clásicas, se incluyen los índices de revelación a través de informes de gestión y total. Incluso, se implementa metodología de análisis de componentes

principales para determinar cuáles componentes del índice son más valorados por el mercado. La metodología en detalle sobre estos modelos econométricos es descrita en el capítulo 10.

Este estudio se diferencia de análisis similares previos reseñados en el capítulo 11 y que analizan la transparencia de las empresas de la región y su relación con el valor de mercados y desempeño contable de diversas maneras. Por ejemplo, el estudio de Patel et al. (2002) no realiza un análisis de la evolución de la revelación en el tiempo, sino que toma una única observación para el año 2000; y, aunque incluye la mayoría de países en nuestra muestra, no analiza las empresas colombianas. Además, el análisis se limita a estadística descriptiva o correlaciones, y no utiliza modelos econométricos (análisis multivariado) para analizar la relación entre transparencia y valor de las empresas. Por otra parte, Garay et al. (2013) desarrollan un índice que solo se concentra en la revelación a través de internet, y no tiene en cuenta los diferentes canales de revelación que utilizan las empresas, como los informes de gestión y los informes anuales de gobierno corporativo. Finalmente, la muestra de este estudio es la más actual hasta el momento, lo que constituye una ventaja en el análisis, dada la dinámica cambiante de las prácticas empresariales. Por lo tanto, nuestros resultados son útiles para los hacedores de políticas y para las empresas que buscan diferenciarse adoptando un buen gobierno corporativo.

2.3. Países incluidos en el estudio

Los seis países incluidos en este estudio (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) esbozan de manera general la dinámica que ha tenido la evolución de los mercados de capitales en América Latina en la última década, y permiten analizar la tendencia que han seguido algunos países en el desarrollo del gobierno corporativo para la región, específicamente en la temática de transparencia y revelación de información corporativa.

Según el informe realizado por De la Torre y Schmukler (2008) para el Banco Mundial, y el estudio *Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina* publicado por la CEPAL en el 2009, existe un patrón observado en relación con los niveles de capitalización y volúmenes de acciones comercializados.

En la última década se ha presentado una disminución en el número de empresas listadas en las bolsas de valores, y las que se encuentran listadas difieren significativamente en el nivel de bursatilidad accionaria, por lo que solamente algunos activos financieros concentran la mayoría de transacciones del mercado.

Si bien los adelantos en materia de regulación han sido significativos, el marco legal de protección ofrecido a los inversionistas en la región se encuentra en proceso de consolidación y tiende a explicar la naturaleza y características de los mercados financieros en estos países. Según López-de-Silanes (2009) la región de América Latina ha avanzado en términos de capitalización de mercado como proporción del producto nacional bruto (PNB). A finales del año 2004 la capitalización de mercado de la región alcanzó un valor inferior al 40%, mientras que en el año 2007, dado el auge del mercado, la capitalización alcanzó un valor superior al 70%. Sin embargo, se señala que la mayor parte del incremento no se debe a la entrada de más empresas al mercado, sino a que algunas grandes empresas en países como México, Chile y Brasil capturaron el mercado. El número de empresas por millón de personas muestra una tendencia decreciente, pasando de 4,6 empresas por millón de personas en 1990 a solo 2,9 empresas en 2007.

Considerando las seis bolsas de valores más importantes de América Latina según capitalización bursátil (Brasil, México, Chile, Colombia, Perú y Argentina, de acuerdo con la Federación Mundial de Bolsas de Valores), el valor total de capitalización pasó de 500 mil millones de dólares en diciembre de 2003, a 972 mil millones de dólares en diciembre de 2005 y 2,2 billones de dólares en diciembre de 2007. El máximo fue alcanzado en mayo de 2008, cuando este valor fue de 2,5 billones de dólares (Mendes De Paula, 2009).

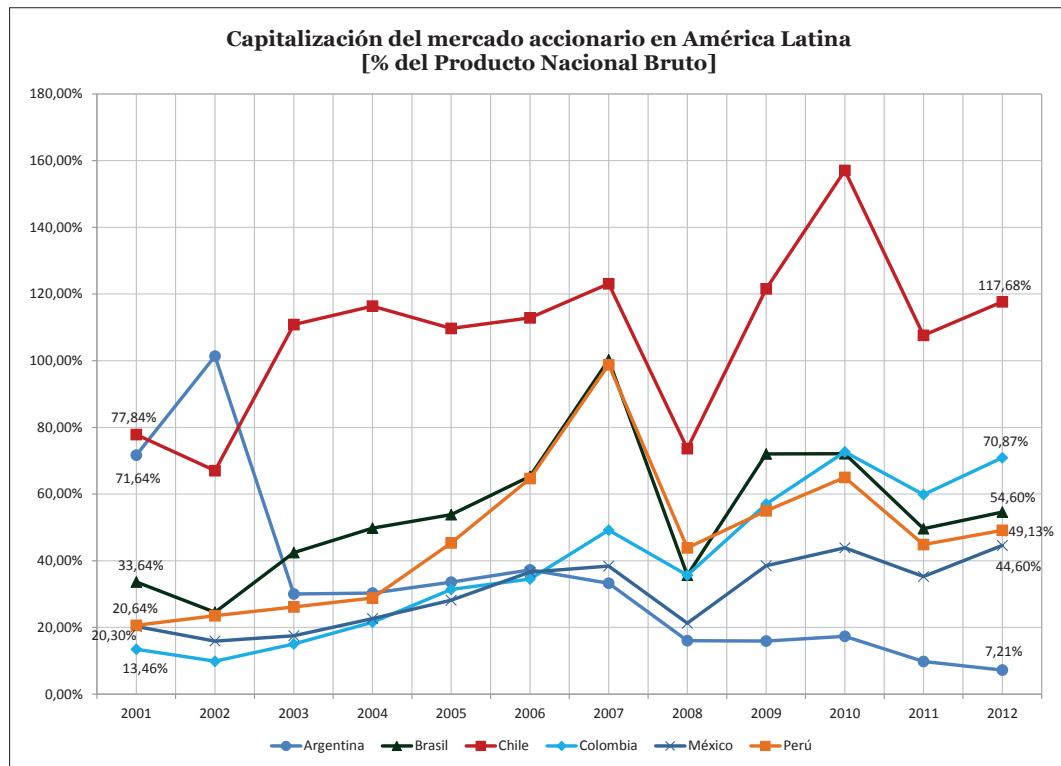
Datos actualizados publicados por el Banco Mundial para el año 2012 señalan para la región de América Latina una capitalización del mercado bursátil como porcentaje del Producto Nacional Bruto (PNB) del 42%, un nivel de liquidez del mercado en términos del valor total de acciones transadas de acuerdo con el tamaño del mercado del 19% y un total de 1.208 empresas listadas en los mercados de capitales de la región. Las cifras anteriores señalan una alta concentración de la negociación y de la capitalización en muy pocas firmas. Este desarrollo rezagado de los mercados de acciones latinoamericanos respecto a los mercados internacionales se sustenta en el retiro de firmas del registro en bolsa y en la migración de las grandes compañías hacia las bolsas de valores extranjeras.

En el gráfico 1 se presenta la evolución de los niveles de capitalización bursátil en la última década para los países que hacen parte del estudio. Para el caso del mercado

accionario colombiano, la evolución de la capitalización bursátil ha sido creciente asemejándose a lo evidenciado en países de mayores ingresos. Partiendo de niveles alrededor del 14% en el año 2001, el mercado colombiano alcanza una capitalización accionaria cercana al 71% a finales del 2012. Lo anterior se sustenta en nuevas emisiones públicas de acciones (IPO) realizadas en los años recientes por empresas del sector energético y financiero, que han proporcionado liquidez al mercado y diversificado la estructura de propiedad con inversionistas minoritarios. El crecimiento que presenta el mercado accionario colombiano es el más significativo en la región al multiplicar por cinco veces su capitalización bursátil en aproximadamente diez años.

Chile lidera la capitalización respecto a los demás países de la región. Para el año 2001 contaba con una capitalización bursátil alrededor del 78% respecto al PNB, valor que a finales del año 2012 representaba un incremento superior al 50% en términos relativos, al presentar niveles del 117% de capitalización accionaria. Los mercados de capitales de Brasil y Perú han mostrado una tendencia similar en términos de capitalización accionaria. Para el año 2001 los niveles alcanzados por ambos países fueron del 33,64% y 20,64% respectivamente, y para el año 2013 incrementaron a valores cercanos al 55% y 49%. En el caso de México, se presenta un incremento en la capitalización bursátil desde el año 2001 hasta el 2013 del 20% en términos absolutos. El caso de Argentina muestra un decrecimiento en los niveles de capitalización debido a que el año 2001 presentaba un nivel superior al 70%; sin embargo, para finales del año 2013 dichos niveles no superaban el 8%. Esta situación puede explicarse por la alta volatilidad de la economía argentina; las crisis financieras que ha enfrentado en los últimos 20 años (2001, 2002 y 2008) provocaron la salida de un gran número de empresas del mercado de capitales, lo que se traduce en menos empresas cotizantes, menores volúmenes de negociación, poca liquidez y una mayor concentración industrial de las empresas que conforman el índice Merval (índice accionario que pondera el volumen transado de manera diaria al cierre de cada día de negociación).

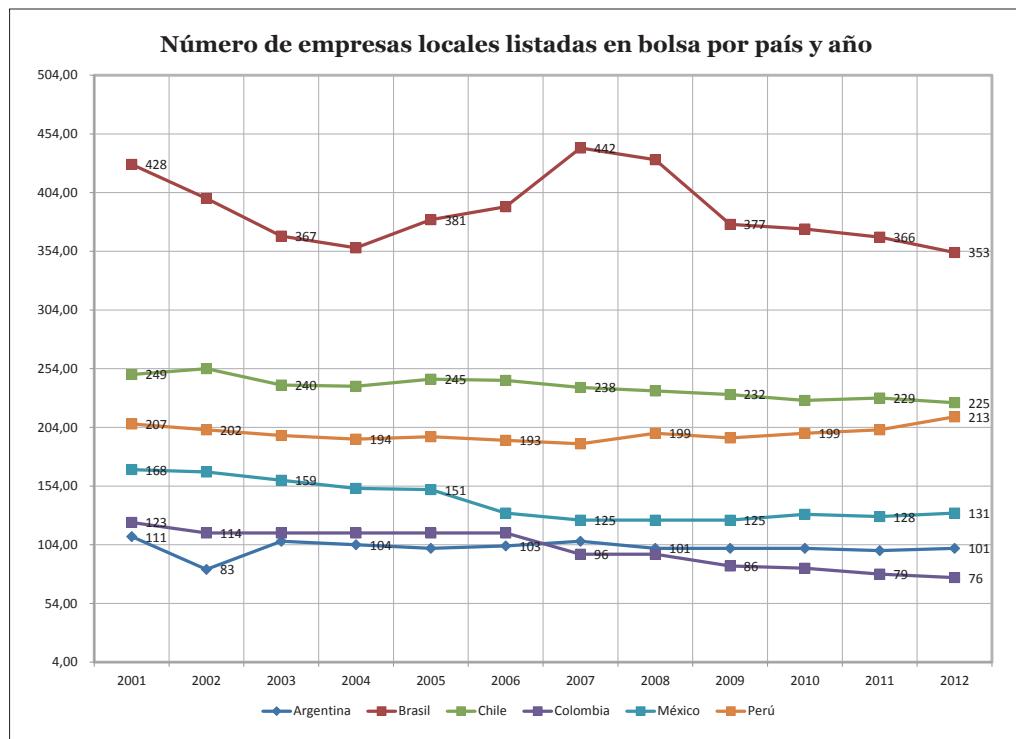
El gráfico 2 presenta el número de empresas locales de cada país listadas en las respectivas bolsas de valores para el periodo 2001-2012. Según información del Banco Mundial, el país con mayor número de empresas nacionales cotizantes en el año 2012 es Brasil, con 353 empresas; seguido por Chile (225); Perú (213); México (131); Argentina (101); y Colombia (76). Lo anterior pone en evidencia el rezago de la región por la baja participación de las empresas nacionales en los mercados locales. En contraste, Estados Unidos cuenta con 4.102 empresas nacionales que cotizan en bolsa en el año 2012; Japón, con 3.470; Canadá, con 3.876; Reino Unido, con 2.179; y Australia, con 1.959.

GRÁFICO 1. Evolución de la capitalización accionaria para los países del estudio

FUENTE: Elaboración con base en información provista por el Banco Mundial.

Al normalizar el número de empresas listadas por cada millón de habitantes por país, se observa en el gráfico 3 que Chile y Perú lideran la participación de empresas locales cotizando en sus mercados de capitales. Las tendencias mostradas por el resto de países son muy similares al promedio para la región de América Latina (dos empresas por millón de habitantes). Con propósitos comparativos se presenta el comportamiento del número de empresas listadas en los Estados Unidos, lo que evidencia el dinamismo y el tamaño del mercado para este país.

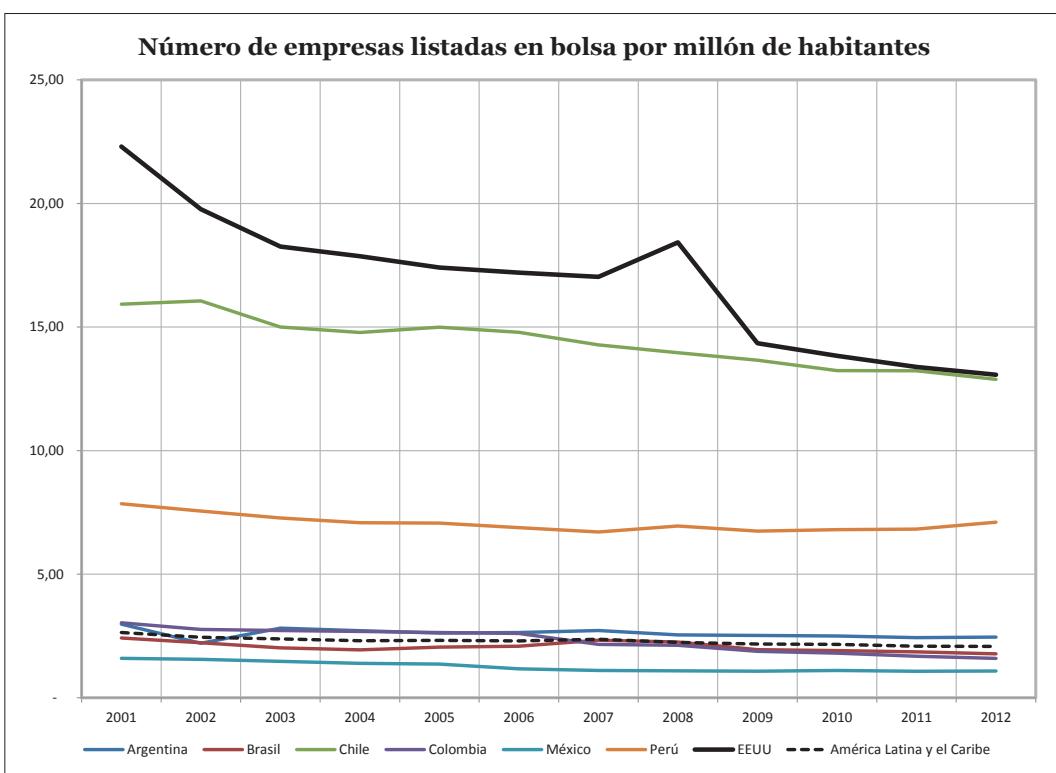
En términos de volumen transado, en el gráfico 4 se presenta el número total de acciones negociadas multiplicado por los respectivos valores de cotización de cada acción. Este indicador complementa las tasas de capitalización del mercado mostrando si el tamaño del mismo se ajusta a las transacciones realizadas. Al analizar los países que hacen parte del estudio, se observa que Brasil muestra un crecimiento exponencial de los volúmenes negociados entre el 2003 y el 2007,

GRÁFICO 2. Evolución del número de empresas locales listadas en bolsa

FUENTE: Elaboración con base en información provista por el Banco Mundial.

pasando de niveles del 11% al 42% respecto al PNB, respectivamente, superando los niveles promedios alcanzados por la región de América Latina. Chile presenta un comportamiento similar al de la región, mientras que México, Perú, Colombia y Argentina muestran volúmenes de negociaciones inferiores al promedio de la región, pero similares entre ellos.

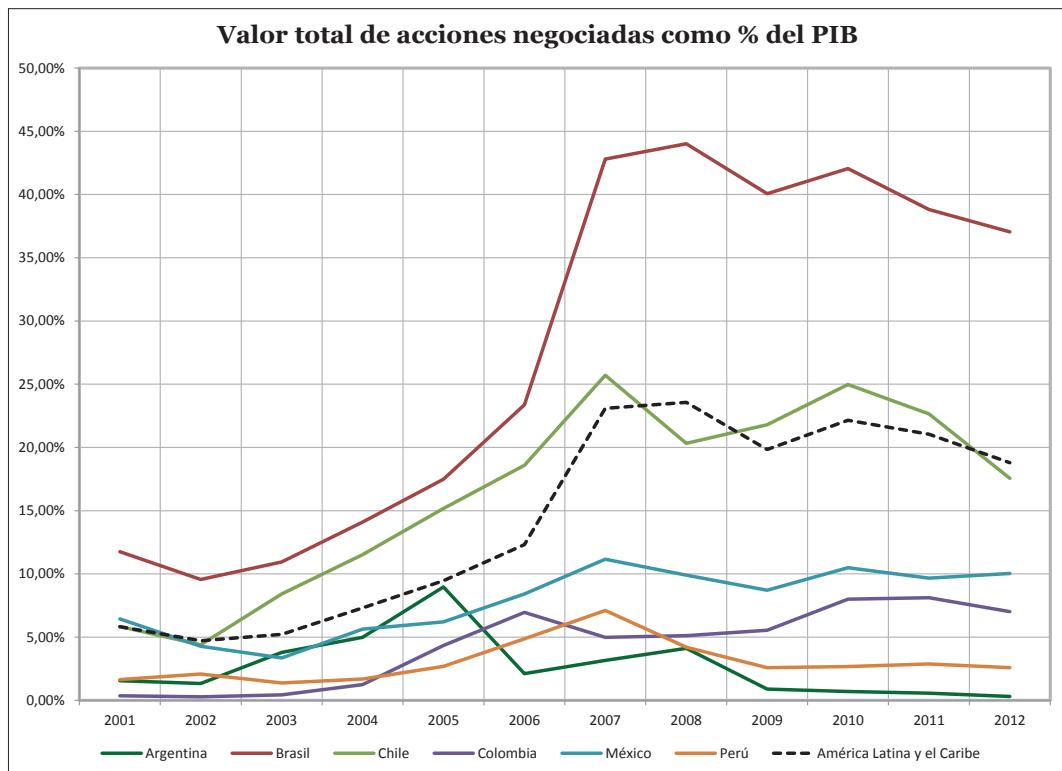
En el capítulo se presentarán los principales hallazgos de estudios empíricos que propenden analizar cómo la revelación de información y la transparencia corporativa permiten una valoración adecuada de la compañía al disminuir la opacidad empresarial y reducir la brecha informatacional entre los internos a la empresa y los diferentes grupos de interés de la misma (Healy y Palepu, 1993; Patel et al., 2002; Chi, 2009; Garay et al., 2013). En estos estudios se han analizado los niveles de revelación de información a través de diferentes canales de divulgación como los reportes financieros auditados de las compañías, información de pronósticos del comportamiento futuro de la empresa realizado por analistas, información en

GRÁFICO 3. Evolución del número de empresas locales listadas en bolsa por millón de habitantes

FUENTE: Elaboración con base en información provista por el Banco Mundial.

relación con la estructura de propiedad, nivel de relacionamiento con inversionistas, información financiera, procesos y estructuras de gobierno, y juntas directivas e información provista por la empresa a través de su página, entre otros.

Es importante resaltar que el interés por analizar el nivel de revelación de información empresarial no se circunscribe al interés de los académicos investigadores en la temática de gobierno corporativo. Organismos multilaterales, como el Banco Mundial desde el año 2005, han incluido en sus indicadores de desarrollo mundial un índice de revelación de información orientado a cuantificar el nivel de protección al inversionista en cada país y región sustentado en la revelación de información financiera y de propiedad que realizan las compañías. El índice tiene un valor mínimo de 0 para aquel país o región con niveles nulos de revelación, hasta un valor máximo de 10 para aquellos que presentan mayores niveles de revelación. En el gráfico 5 se

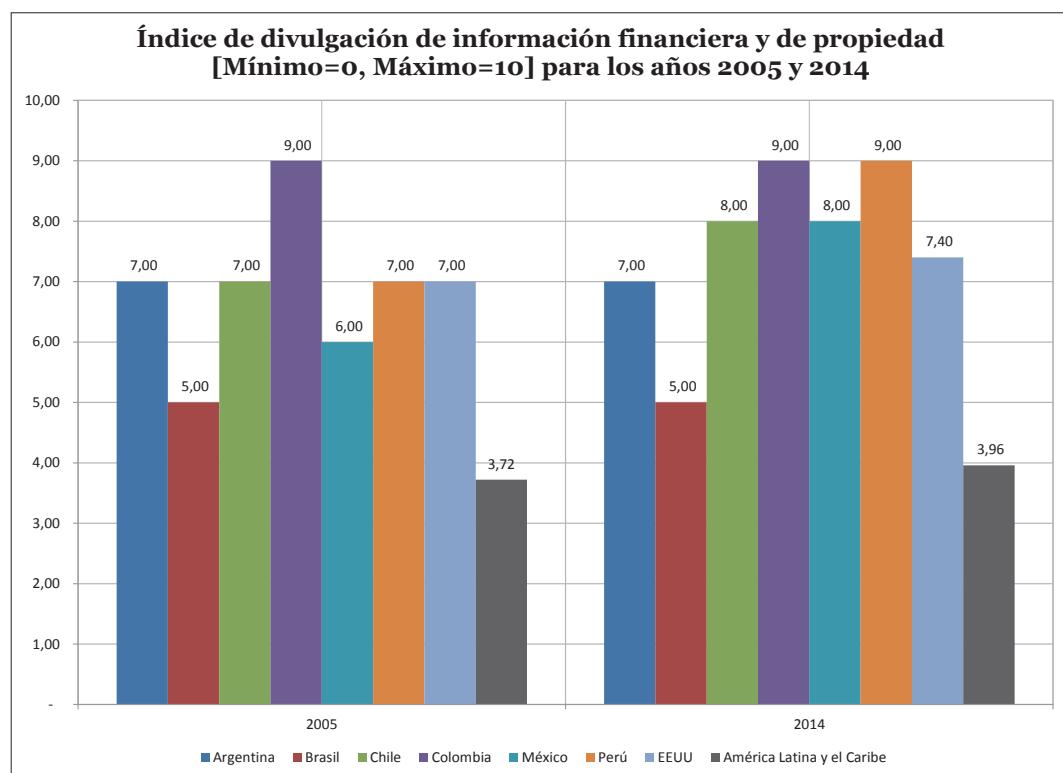
GRÁFICO 4. Evolución del volumen de acciones transadas para las empresas del estudio

FUENTE: Elaboración con base en información provista por el Banco Mundial.

muestran los niveles alcanzados por los países que hacen parte del estudio, y para la región de América Latina para el año 2005 y 2014.

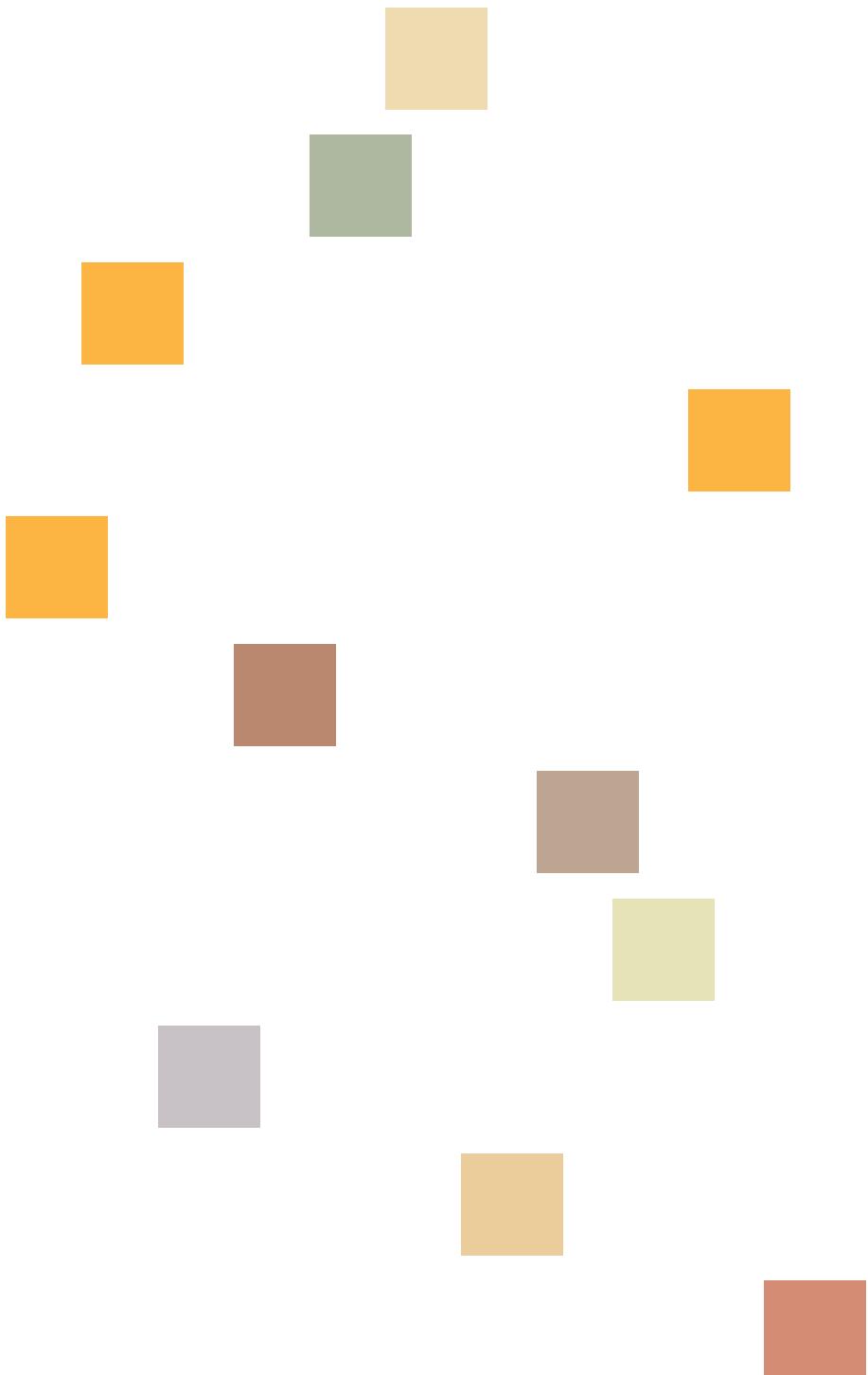
Los resultados sugieren que para el año 2005 Colombia presenta el mayor índice de revelación (un valor de 9/10), mientras que Argentina, Chile, Perú y Estados Unidos presentan niveles de revelación similares (7/10). Brasil y México presentan niveles de revelación inferiores (5/10 y 6/10 respectivamente). Para el año 2014 se observa en general una mejoría respecto a los valores alcanzados en el 2005. Colombia conserva la mejor posición en términos de revelación junto con Perú al alcanzar un valor de 9 sobre 10. Los niveles de revelación para la región de América Latina siguen siendo bajos, con valores cercanos a 4 sobre 10 para los años presentados.

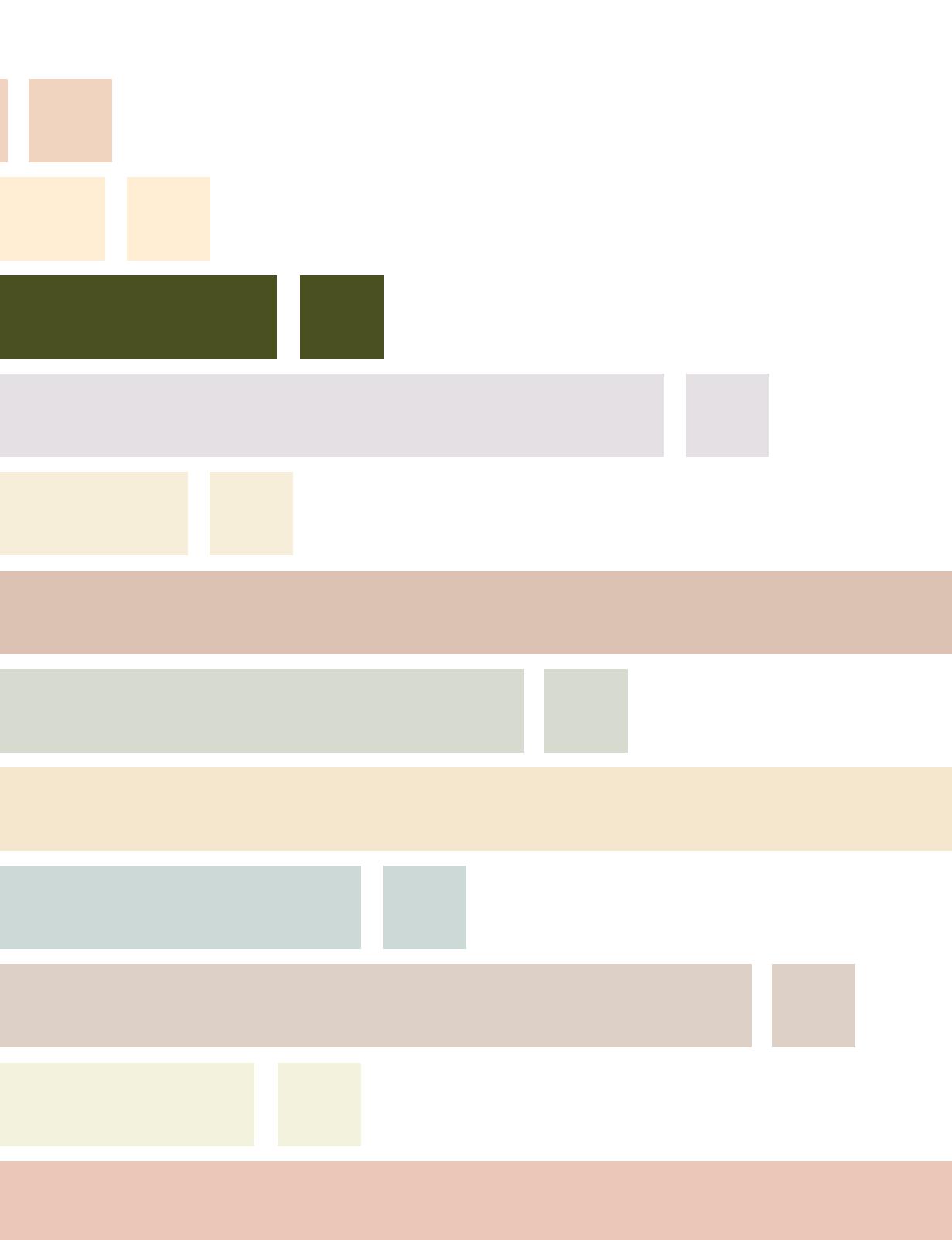
GRÁFICO 5. Evolución del nivel de revelación de información financiera y de propiedad



FUENTE: Elaboración con base en información provista por el Banco Mundial.







3. Hallazgos generales sobre revelación de información en América Latina



3.1. Generalidades

La transparencia de las empresas latinoamericanas incluidas en la muestra evidencia una tendencia creciente para el periodo en estudio. En general, la tabla 1 muestra que el cumplimiento con el índice de revelación de información diseñado como instrumento para esta investigación es equivalente al 45,9% en los informes de gestión para el año 2010, y al 48,4% para el año 2013.

Además, es necesario resaltar que los informes de gestión, aunque incluyen la mayoría de información que revelan las empresas, son complementados por otros canales de comunicación. Lo anterior se hace evidente al comparar el índice de revelación total con el de revelación a través de los informes de gestión. El primero, para las 454 empresas incluidas en la muestra, es de 55,3% en el año 2010 y de 59,7% en el año 2013. Lo anterior implica que los informes de gestión en la región recogen aproximadamente el 80% de la información que las empresas ponen a disposición de inversionistas externos y otros grupos de interés. Este hecho muestra la importancia que se otorga al informe anual que presentan las empresas, y que generalmente se envía a los accionistas con antelación a la realización de la asamblea general de accionistas.

Al analizar el comportamiento de los diferentes componentes del índice, queda claro que la mayoría de empresas presenta un informe ejecutivo que resume los hechos más relevantes para la empresa durante el año de análisis, incluyendo una síntesis de los principales hechos y resultados financieros, y las expectativas de la alta gerencia respecto al futuro de la empresa. El segundo componente con mayor nivel de revelación es el denominado informe económico, en el que las empresas resumen los principales estados financieros, presentan razones o indicadores para el análisis de su situación financiera, y analizan la ejecución presupuestal y el comportamiento de la acción en el mercado de valores al que pertenecen. Estos dos componentes muestran un nivel de revelación y cumplimiento entre el 80% y el 90%.

Sin embargo, los componentes relacionados con el sistema y la estructura de gobierno corporativo están entre aquellos con un menor nivel de revelación y cumplimiento. Las empresas latinoamericanas tienden a ser menos transparentes en lo relacionado con sus prácticas de gobernanza. Los tres componentes con menor nivel de revelación son el de dimensión social, el de gobierno corporativo y el de junta directiva. La dimensión social presenta un índice de cumplimiento del 30,4% en informes de gestión y del 33,5% en revelación total. El componente de gobierno corporativo solo llega a un 25% en informes de gestión y asciende al 50,6% teniendo en cuenta otras fuentes de información. Y, por su parte, el índice de junta directiva presenta un promedio del 40,1% en los informes de gestión y del 47% en la revelación total de las empresas de toda la muestra.

Estos tres componentes de menor revelación están relacionados con los diferentes grupos de interés de la empresa. Por ejemplo, la dimensión social tiene en cuenta todo lo relacionado con los empleados, al evaluar la revelación sobre políticas de atracción y retención del talento humano, y sobre los perfiles de los

TABLA 1. Evolución de la revelación de información en América Latina

REVELACIÓN EN LATINOAMÉRICA COMPONENTES DEL ÍNDICE		INFORMES DE GESTIÓN		
		2010	2011	2012
1	Junta directiva	0,378	0,389	0,397
2	Resumen ejecutivo	0,899	0,904	0,907
3	Información de la empresa	0,471	0,484	0,498
4	Gobierno corporativo	0,219	0,225	0,240
5	Responsabilidad corporativa	0,398	0,411	0,420
6	Informe económico	0,799	0,804	0,805
7	Gestión de riesgos	0,577	0,580	0,587
8	Dimensión social	0,270	0,283	0,294
9	Responsabilidad con otros grupos de interés	0,595	0,612	0,617
Total		0,459	0,469	0,478
Número de empresas		454	454	454

trabajadores y políticas de remuneración, la gestión de la cultura y el clima organizacional, e información sobre salud ocupacional y ausentismo laboral.

Por su parte, tanto gobierno corporativo como junta directiva son componentes críticos para los acreedores financieros y los accionistas, pero relevantes para todos los grupos de interés. En ellos se evalúa la revelación relacionada con el código de buen gobierno de la empresa, la estructura de gobierno, los procesos de selección y política de remuneración de los altos directivos, entre otros. Específicamente sobre la junta se evalúa la revelación de las empresas sobre el carácter de los directores (internos o externos), la remuneración, el perfil y la asistencia de los mismos a las reuniones de junta, así como los nombres de los diferentes comités de apoyo a la junta directiva y sus integrantes. Esta información es fundamental para conocer y evaluar las buenas prácticas de gobierno en cualquier empresa u organización.

Finalmente, además de los componentes discutidos anteriormente, donde se encuentran los de mayor y menor revelación, están los componentes que presentan

		DIFERENCIA	REVELACIÓN TOTAL				DIFERENCIA
	2013	2013-2010	2010	2011	2012	2013	2013-2010
	0,401	0,023	0,436	0,446	0,452	0,470	0,033
	0,909	0,010	0,903	0,908	0,912	0,914	0,011
	0,498	0,027	0,610	0,623	0,633	0,670	0,060
	0,250	0,031	0,415	0,420	0,435	0,506	0,091
	0,428	0,030	0,491	0,507	0,508	0,544	0,053
	0,811	0,012	0,891	0,898	0,904	0,906	0,015
	0,598	0,021	0,658	0,661	0,669	0,678	0,020
	0,304	0,034	0,303	0,314	0,327	0,335	0,032
	0,617	0,022	0,649	0,664	0,669	0,691	0,042
	0,484	0,025	0,553	0,562	0,571	0,597	0,044
	454	454	454	454	454	454	454

una revelación total promedio entre el 50% y el 70%, que son los que presentan información relacionada con la empresa, la responsabilidad social corporativa (RSE), la gestión de riesgos y la responsabilidad con otros grupos de interés, como proveedores, accionistas y clientes. Estos componentes incluyen información básica de la empresa, como su historia, misión, visión y marco estratégico, así como reportes de sostenibilidad y proyectos de protección ambiental.

Los porcentajes de revelación de los diferentes componentes sugieren que las empresas prestan particular atención al resumen ejecutivo e informe económico y descuidan aspectos claves, de fácil revelación y de interés común, como la información relacionada con la empresa (por ejemplo, su estructura organizacional, misión y visión), que puede ser de interés para nuevos inversionistas. Además, el bajo porcentaje de revelación relacionado con las prácticas de gobierno corporativo llama la atención y muestra un aspecto en el que las empresas de la región deben hacer un mayor esfuerzo, y que puede llevar a beneficiar el desarrollo del mercado de capitales de los países latinoamericanos (La Porta et al., 2006).

3.2. Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes

Al analizar el grado de revelación de cada uno de los 50 aspectos incluidos en el índice y sus diferentes componentes reportados en la tabla 2, es posible identificar los asuntos más críticos y en los que se puede mejorar en términos de revelación para la región. Por ejemplo, dentro del componente de junta directiva se hace evidente que la mayoría de empresas no revela el nivel de asistencia o participación de sus directores en las reuniones programadas para la junta directiva. La revelación es tan solo del 3,3% en los informes de gestión y 4,8% en todos los canales de información evaluados. Además, existe una baja revelación respecto a los procesos de selección y elección de los miembros de la junta directiva, los cuales solo son revelados por el 17,4% de las empresas según el índice de revelación total, y tan solo por el 13,9% de las empresas en sus informes de gestión. Además, los nombres de integrantes de los comités de apoyo a la junta, y la remuneración y los perfiles de los directores son igualmente aspectos con una revelación baja, que se encuentran dentro de las prácticas de revelación de aproximadamente el 40% de las empresas analizadas en este estudio. Lo único que se conoce casi para el 100% de las empresas en relación con la junta directiva es el nombre de los miembros que la conforman.

Respecto al componente de gobierno corporativo, solamente alrededor del 7% de las empresas revelan su estructura de control externo. De igual manera, la estructura de control interno, los procesos de selección y remuneración de los altos directivos o ejecutivos clave, y la estructura de gobierno en general son revelados por menos del 45% de las empresas estudiadas. Lo anterior llama la atención si se tiene en cuenta que el 85,2% de las empresas presentan un informe anual de gobierno corporativo, y el 80,2% publican sus códigos de buen gobierno. Esto señala cómo las empresas entienden la importancia del buen gobierno, o por lo menos reconocen que el mercado valora estos asuntos, pero no son consistentes en la revelación de asuntos críticos.

Otros aspectos que presentan un bajo nivel de revelación están relacionados con el bienestar de los empleados. Entre ellos, los menos revelados son el

ausentismo laboral (3,3%), además del perfil y políticas de remuneración de los trabajadores, la salud ocupacional y el clima organizacional. De igual manera, las inversiones ambientales y el reporte de sostenibilidad, pertenecientes al componente de responsabilidad corporativa, son aspectos de baja revelación.

3.3. Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario

La tabla 3 muestra el índice de revelación promedio a través de los informes de gestión y teniendo en cuenta otros canales de divulgación utilizados, clasificando las empresas de acuerdo con su bursatilidad y la identidad del accionistas mayoritario. La metodología para la clasificación entre alta y baja bursatilidad básicamente tiene en cuenta la información provista por las diferentes bolsas de valores y los índices bursátiles que agrupan a las empresas más liquidas y transadas en cada uno de estos mercados.

La estadística descriptiva reportada en esta tabla muestra que las empresas de alta bursatilidad son las de mejores prácticas de gobierno en cuanto a revelación de información y transparencia se refiere, mientras que las empresas de baja bursatilidad, que son las menos transparentes, representan la mayoría de las empresas listadas en América Latina. Las empresas de baja bursatilidad representan el 73,8% de las empresas estudiadas, y reportan un índice de revelación promedio a través de los informes de gestión del 45,4% para el año 2013, y un índice de revelación total de 56,5% para el mismo año. Por otra parte, las empresas de alta bursatilidad, las cuales representan tan solo el 26,2% de las empresas analizadas, muestran un índice de revelación promedio del 56,9% en los informes de gestión y del 68,7% teniendo en cuenta todos los mecanismos de revelación analizados. Esto representa diferencias en términos absolutos de 11.6 puntos porcentuales en el índice de revelación a través de informes de gestión, y del 12.2 puntos porcentuales en el índice de revelación total para los dos grupos de empresas analizadas.

Otro aspecto resaltable de la información reportada en la tabla 3 está en el comportamiento de estos dos grupos de empresas en el periodo de estudio. Los cambios en los índices de revelación en el periodo analizado para las empresas de

TABLA 2. Evolución de la revelación de información en América Latina

REVELACIÓN EN LATINOAMÉRICA COMPONENTES Y PREGUNTAS DEL ÍNDICE		INFORMES
		2010
1	JUNTA DIRECTIVA	0,378
1,1	Nombres de los miembros de junta directiva	0,877
1,2	Carácter de interno o externo	0,544
1,3	Perfil de los miembros de la junta	0,306
1,4	Remuneración de los miembros de la junta	0,381
1,5	Asistencia a las reuniones	0,024
1,6	Procesos de selección y elección de los miembros de la junta directiva	0,123
1,7	Nombre de los comités	0,430
1,8	Integrantes de los comités	0,339
2	RESUMEN EJECUTIVO	0,899
2,1	Resumen general de la operación del año	0,947
2,2	Resumen de la información financiera	0,947
2,3	Carta a los accionistas	0,802
3	INFORMACIÓN DE LA EMPRESA	0,471
3,1	Perfil de la empresa	0,758
3,2	Estructura organizacional	0,383
3,3	Historia	0,577
3,4	Marco estratégico	0,562
3,5	Misión	0,220
3,6	Visión	0,209
3,7	Certificaciones y acreditaciones	0,588
4	GOBIERNO CORPORATIVO	0,219
4,1	Código de buen gobierno	0,383
4,2	Estructura de gobierno	0,269
4,3	Informe anual de gobierno corporativo	0,297
4,4	Cumplimiento del Código de Buen Gobierno	0,251
4,5	Procesos de selección y política de remuneración de altos directivos	0,077
4,6	Estructura de control interno	0,156
4,7	Estructura de control externo	0,046
4,8	Transparencia y anticorrupción (manual conflictos de int., p.e.)	0,273

DE GESTIÓN			REVELACIÓN TOTAL			
2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
0,389	0,397	0,401	0,436	0,446	0,452	0,470
0,885	0,894	0,892	0,980	0,982	0,985	0,991
0,573	0,581	0,593	0,643	0,665	0,674	0,689
0,311	0,317	0,326	0,394	0,403	0,407	0,447
0,379	0,383	0,390	0,425	0,425	0,427	0,438
0,026	0,029	0,033	0,040	0,040	0,044	0,048
0,128	0,137	0,139	0,154	0,159	0,167	0,174
0,458	0,476	0,476	0,487	0,513	0,524	0,557
0,355	0,361	0,357	0,368	0,383	0,390	0,412
0,904	0,907	0,909	0,903	0,908	0,912	0,914
0,945	0,952	0,952	0,947	0,945	0,952	0,952
0,947	0,954	0,956	0,949	0,949	0,956	0,958
0,819	0,817	0,819	0,813	0,830	0,828	0,833
0,484	0,498	0,498	0,610	0,623	0,633	0,670
0,778	0,780	0,780	0,899	0,914	0,914	0,936
0,394	0,410	0,414	0,493	0,507	0,513	0,546
0,588	0,593	0,586	0,780	0,793	0,793	0,822
0,575	0,595	0,612	0,606	0,615	0,634	0,661
0,236	0,258	0,247	0,445	0,463	0,476	0,535
0,227	0,244	0,238	0,412	0,432	0,445	0,496
0,590	0,610	0,610	0,634	0,641	0,656	0,694
0,225	0,240	0,250	0,415	0,420	0,435	0,506
0,390	0,414	0,427	0,654	0,656	0,689	0,802
0,273	0,297	0,313	0,352	0,350	0,379	0,449
0,311	0,328	0,339	0,694	0,705	0,725	0,852
0,260	0,273	0,289	0,579	0,588	0,601	0,667
0,086	0,093	0,097	0,216	0,227	0,231	0,271
0,161	0,172	0,178	0,220	0,222	0,231	0,244
0,048	0,046	0,051	0,059	0,062	0,059	0,070
0,275	0,295	0,306	0,542	0,546	0,562	0,687

TABLA 2. (Continuación) Evolución de la revelación de información en América Latina

REVELACIÓN EN LATINOAMÉRICA COMPONENTES Y PREGUNTAS DEL ÍNDICE		INFORMES
		2010
5	RESPONSABILIDAD CORPORATIVA	0,398
5,1	Relacionamiento con grupos de interés	0,553
5,2	Resultados de la RSE con grupos de interés	0,385
5,3	Reporte de sostenibilidad	0,207
5,4	Proyectos de protección ambiental	0,522
5,5	Inversiones ambientales	0,324
6	INFORME ECONÓMICO	0,799
6,1	Resumen del estado de resultados	0,879
6,2	Resumen del balance general	0,811
6,3	Indicadores financieros	0,883
6,4	Rendimiento de inversiones	0,844
6,5	Ejecución presupuestal	0,773
6,6	Evolución de la acción en el mercado	0,604
7	GESTIÓN DE RIESGOS	0,577
7,1	Identificación de riesgos	0,775
7,2	Mapa de riesgos	0,597
7,3	Asuntos legales	0,359
8	DIMENSIÓN SOCIAL	0,270
8,1	Atracción y retención de talento humano	0,485
8,2	Perfil y clasificación de trabajadores (tablas salariales)	0,198
8,3	Gestión de la cultura y el ambiente laboral	0,286
8,4	Clima organizacional	0,273
8,5	Proyectos de bienestar para los trabajadores	0,359
8,6	Salud ocupacional	0,267
8,7	Ausentismo laboral	0,022
9	RESPONSABILIDAD CON OTROS GRUPOS DE INTERÉS	0,595
9,1	Relación con los proveedores	0,454
9,2	Relación con los accionistas	0,632
9,3	Relación con los clientes y los productos	0,700
TOTAL		0,459
Número de empresas		454

DE GESTIÓN			REVELACIÓN TOTAL			
2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
0,411	0,420	0,428	0,491	0,507	0,508	0,544
0,573	0,584	0,590	0,630	0,648	0,656	0,685
0,405	0,416	0,432	0,482	0,502	0,504	0,555
0,225	0,214	0,218	0,357	0,379	0,370	0,396
0,533	0,544	0,553	0,608	0,626	0,623	0,656
0,322	0,341	0,346	0,377	0,379	0,388	0,427
0,804	0,805	0,811	0,891	0,898	0,904	0,906
0,874	0,872	0,872	0,971	0,978	0,980	0,976
0,813	0,806	0,804	0,890	0,896	0,896	0,888
0,883	0,892	0,890	0,907	0,910	0,921	0,916
0,855	0,861	0,872	0,879	0,890	0,899	0,910
0,784	0,793	0,811	0,797	0,808	0,824	0,837
0,612	0,608	0,619	0,901	0,903	0,905	0,910
0,580	0,587	0,598	0,658	0,661	0,669	0,678
0,786	0,784	0,795	0,852	0,863	0,866	0,874
0,599	0,617	0,626	0,683	0,687	0,705	0,714
0,355	0,359	0,372	0,438	0,432	0,436	0,445
0,283	0,294	0,304	0,303	0,314	0,327	0,335
0,504	0,522	0,542	0,531	0,551	0,570	0,584
0,207	0,218	0,225	0,216	0,225	0,238	0,244
0,289	0,315	0,326	0,328	0,328	0,355	0,363
0,282	0,289	0,302	0,313	0,317	0,326	0,335
0,388	0,392	0,394	0,410	0,430	0,441	0,441
0,280	0,295	0,304	0,302	0,315	0,330	0,344
0,031	0,029	0,033	0,022	0,031	0,029	0,033
0,612	0,617	0,617	0,649	0,664	0,669	0,691
0,471	0,474	0,467	0,509	0,524	0,526	0,555
0,650	0,654	0,665	0,696	0,711	0,716	0,733
0,714	0,725	0,720	0,742	0,756	0,764	0,784
0,469	0,478	0,484	0,553	0,562	0,571	0,597
454	454	454	454	454	454	454

TABLA 3. Revelación de información en América Latina según la bursatilidad de la empresa y la identidad del accionista mayoritario

REVELACIÓN EN LATINOAMÉRICA		INFORMES	
Bursatilidad		2010	2011
Baja			
Número de empresas		335	335
Índice de revelación		0,440	0,444
Alta			
Número de empresas		119	119
Índice de revelación		0,514	0,540
TOTAL		0,459	0,469
Número de empresas		454	454
REVELACIÓN EN LATINOAMÉRICA		INFORMES	
Identidad Accionista Mayoritario		2010	2011
Estatal			
Número de empresas		23	23
Índice de revelación		0,474	0,519
Bancos			
Número de empresas		26	26
Índice de revelación		0,376	0,384
Fondos de pensiones u otros institucionales			
Número de empresas		153	153
Índice de revelación		0,467	0,482
Otras empresas domésticas			
Número de empresas		128	128
Índice de revelación		0,466	0,465
Multinacionales			
Número de empresas		76	76
Índice de revelación		0,464	0,476
Familias o empresas familiares			
Número de empresas		48	48
Índice de revelación		0,446	0,450
TOTAL		0,459	0,469
Número de empresas		454	454

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
335	335	335	335	335	335
0,452	0,454	0,531	0,535	0,542	0,565
119	119	119	119	119	119
0,553	0,569	0,613	0,637	0,651	0,687
0,478	0,484	0,553	0,562	0,571	0,597
454	454	454	454	454	454
DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
23	23	23	23	23	23
0,554	0,562	0,543	0,588	0,617	0,661
26	26	26	26	26	26
0,393	0,410	0,483	0,481	0,486	0,534
153	153	153	153	153	153
0,490	0,494	0,550	0,565	0,574	0,600
128	128	128	128	128	128
0,476	0,480	0,564	0,562	0,571	0,590
76	76	76	76	76	76
0,475	0,488	0,558	0,571	0,572	0,603
48	48	48	48	48	48
0,461	0,460	0,566	0,571	0,582	0,600
0,478	0,484	0,553	0,562	0,571	0,597
454	454	454	454	454	454

baja bursatilidad son menos representativos que los reportados por las empresas más bursátiles. Las empresas menos bursátiles reportan un cambio absoluto del 1.4 puntos porcentuales en el índice de informes de gestión y de 3.4 puntos porcentuales en el de revelación total (que resulta de restar, del índice del año 2013, el obtenido para el año 2010), mientras que las empresas de alta bursatilidad reportan variaciones absolutas de 5.5 y de 7.4 puntos porcentuales, respectivamente. Lo anterior resalta diferencias importantes en la evolución de la transparencia corporativa para las empresas cuyas acciones tienen mayor liquidez y son más transadas en el mercado, en comparación con las empresas de acciones menos transadas y líquidas.

En relación con la identidad del accionista mayoritario, las empresas en América Latina están principalmente controladas por fondos de pensiones u otros inversionistas institucionales (153 empresas, 33,7% de la muestra), seguido de otras empresas domésticas (128 empresas, 28,2% de la muestra), empresas multinacionales (76 empresas, 16,7% de la muestra), familias (48 empresas, 10,6% de la muestra), bancos (26 empresas, 5,7% de la muestra) y el Estado (23 empresas, 5,1% de la muestra). Lo anterior sugiere una baja incidencia del control familiar en las empresas estudiadas. Sin embargo, en la región es común que las familias utilicen estructuras piramidales, vehículos de inversión, otras empresas de su propiedad y la conformación de grupos económicos para conservar un control indirecto sobre las empresas que son de su interés.

Por otra parte, se resalta la evolución del control ejercido por los fondos de pensiones en la región, los cuales son cada vez más representativos en el mercado de capitales. Además, el porcentaje de empresas controladas por multinacionales en los diferentes países es una evidencia de la evolución de la inversión extranjera en la región. Esto, acompañado de la baja participación de los bancos y del Estado como accionistas mayoritarios en las empresas listadas, muestra en general un avance en América Latina hacia la privatización, una menor injerencia del Estado, una mayor participación de capital extranjero y del capital proveniente del ahorro de las personas naturales en los fondos de pensiones, y una tendencia hacia un mayor desarrollo de los mercados de capitales.

Adicionalmente, la estadística descriptiva muestra que las empresas menos transparentes son aquellas controladas por bancos. Lo anterior puede sustentarse en el hecho de que estas empresas pueden acceder a financiación provista por su accionista mayoritario, lo que implica una menor formalidad en el proceso de rendición de cuentas y revelación de información, requisitos que regularmente facilitan la financiación con terceros. Por otra parte, las empresas que más revelan

son aquellas en las que el accionista mayoritario es el Estado. Debido a los escándalos de corrupción y la debilidad en las instituciones de la región, las empresas controladas por el Estado adoptan buenas prácticas de gobierno para señalar su compromiso de no expropiar a los inversionistas, y para revelar la independencia de la alta gerencia, las buenas prácticas gerenciales, y así conseguir una buena valoración por parte de los actores de mercado. Además, es necesario señalar que las empresas estatales deben responder a las leyes de transparencia y acceso a la información pública, lo que les impone mayores exigencias y las lleva a mejores prácticas de gobierno en lo relacionado con revelación de información.

3.4. Revelación por sectores productivos

Como se mencionó en el capítulo anterior al describir la muestra, para el estudio de la revelación de información en América Latina se segmentó la muestra en 15 sectores productivos. De estos 15, tres dan cuenta del 52,4% de las empresas incluidas en el estudio. Los sectores con mayor participación, en su orden, son industrias manufactureras (30,2%); servicios financieros (11,9%); empresas dedicadas al suministro de electricidad, gas y agua (10,4%); transporte, almacenamiento y comunicaciones (9,3%); firmas de inversión (8,8%); explotación de minas y canteras (7,3%); comercio al por mayor y al por menor (6,6%); y construcción (6,2%). Los índices de revelación para las empresas de cada uno de los sectores se muestran en la tabla 4.

Al revisar las prácticas de revelación por sectores, se evidencia que las empresas con menor nivel de revelación son las firmas de inversión. Estas empresas representan vehículos de inversión utilizados por los accionistas para ejercer control sobre otras, y en ocasiones funcionan como *holdings* dentro de los grupos económicos. Por lo anterior, es de esperarse un nivel de revelación bajo y equivalente a 41,4% a través de informes de gestión, y de 49,5% de revelación total. Otros sectores con índices de revelación total inferiores al promedio de la muestra son el de pesca (49,6%); agricultura, ganadería, caza y silvicultura (50%); el de otras actividades de servicios comunitarios y sociales (52,6%); y el de industrias manufactureras (59,8%).

TABLA 4. Revelación de información de las empresas latinoamericanas por sectores

REVELACIÓN EN LATINOAMÉRICA	INFORMES	
	2010	2011
Servicios Financieros		
Número de empresas	54	54
Índice de revelación	0,470	0,485
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura		
Número de empresas	10	10
Índice de revelación	0,372	0,376
Pesca		
Número de empresas	5	5
Índice de revelación	0,400	0,404
Explotación de minas y canteras		
Número de empresas	33	33
Índice de revelación	0,492	0,502
Industrias manufactureras		
Número de empresas	137	137
Índice de revelación	0,457	0,465
Suministro de electricidad, gas y agua		
Número de empresas	47	47
Índice de revelación	0,496	0,507
Construcción		
Número de empresas	28	28
Índice de revelación	0,450	0,461
Comercio al por mayor y al por menor		
Número de empresas	30	30
Índice de revelación	0,455	0,469

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
54	54	54	54	54	54
0,503	0,517	0,549	0,568	0,582	0,613
10	10	10	10	10	10
0,378	0,392	0,448	0,452	0,454	0,500
5	5	5	5	5	5
0,408	0,408	0,436	0,440	0,444	0,496
33	33	33	33	33	33
0,520	0,519	0,595	0,607	0,621	0,641
137	137	137	137	137	137
0,468	0,474	0,573	0,580	0,584	0,598
47	47	47	47	47	47
0,519	0,518	0,570	0,578	0,589	0,625
28	28	28	28	28	28
0,480	0,480	0,540	0,552	0,571	0,614
30	30	30	30	30	30
0,473	0,479	0,564	0,576	0,583	0,611

TABLA 4. (Continuación) Revelación de información de las empresas latinoamericanas por sectores

REVELACIÓN EN LATINOAMÉRICA	INFORMES	
	2010	2011
Hoteles y restaurantes		
Número de empresas	6	6
Índice de revelación	0,490	0,490
Transporte, almacenamiento y comunicaciones		
Número de empresas	42	42
Índice de revelación	0,483	0,501
Firmas de inversión (vehículos de inversión)		
Número de empresas	40	40
Índice de revelación	0,380	0,385
Actividades inmobiliarias		
Número de empresas	4	4
Índice de revelación	0,560	0,560
Educación		
Número de empresas	1	1
Índice de revelación	0,540	0,540
Servicios sociales y servicios de salud		
Número de empresas	7	7
Índice de revelación	0,463	0,460
Otras actividades de servicios comunitarios y sociales		
Número de empresas	10	10
Índice de revelación	0,460	0,460
TOTAL		
Número de empresas	454	454
Índice de revelación	0,459	0,469

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
6	6	6	6	6	6
0,490	0,507	0,633	0,633	0,633	0,657
42	42	42	42	42	42
0,514	0,510	0,566	0,581	0,591	0,612
40	40	40	40	40	40
0,392	0,414	0,440	0,446	0,455	0,495
4	4	4	4	4	4
0,560	0,570	0,670	0,670	0,670	0,685
1	1	1	1	1	1
0,540	0,540	0,680	0,680	0,680	0,680
7	7	7	7	7	7
0,460	0,451	0,586	0,577	0,583	0,606
10	10	10	10	10	10
0,460	0,460	0,506	0,504	0,504	0,526
0,478	0,484	0,553	0,562	0,571	0,597
454	454	454	454	454	454

Entre los sectores con índices de revelación total superiores al promedio de la región para el año 2013 están el de actividades inmobiliarias (68,5%); educación (68%); hoteles y restaurantes (65,7%); explotación de minas y canteras (64,1%); suministro de electricidad, gas y agua (62,5%); construcción (61,4%); servicios financieros (61,3%); y transporte, almacenamiento y telecomunicaciones (61,2%). Dentro de ellos se encuentran los sectores más regulados, como servicios financieros, servicios públicos y telecomunicaciones, los cuales muestran índices de revelación en informes de gestión y totales superiores al promedio de la muestra. Lo anterior evidencia la relevancia de la regulación sectorial y su injerencia en las prácticas de gobierno de las empresas.

3.5. Revelación por países y segmentos de mercado

La tabla 5 muestra la revelación promedio por países y por segmentos de mercado en el caso de Colombia y Brasil. Los promedios se muestran para los cuatro años del periodo estudiado tanto para el índice de revelación a través de informes de gestión como para el de revelación total. En el caso de Brasil era necesario separar las empresas en dos grupos; aquellas listadas en el segmento del Novo Mercado, y las pertenecientes a los otros segmentos o niveles en el índice Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo). Lo anterior porque, como se explicó en el capítulo anterior, las empresas pertenecientes al segmento Novo Mercado representan las de mejores prácticas empresariales, y determinar los promedios junto con aquellas pertenecientes a otros segmentos castigaría la medición para las mejor gobernadas en Brasil. En el caso de Colombia, inicialmente se centró la atención en las empresas con alta y media bursatilidad según el Índice de Bursatilidad Accionaria (IBA), calculado por la Superintendencia Financiera para diciembre de 2014. Pero, buscando tener una mejor comprensión de la opacidad o transparencia de las empresas colombianas, se decidió constituir una submuestra con empresas de baja, mínima o nula bursatilidad según el IBA. Nuevamente, para no castigar el promedio de los índices de las empresas más transadas en el mercado colombiano, se presenta la estadística descriptiva separando los dos grupos.

La tabla 5 muestra un cambio positivo y de gran magnitud en las prácticas de gobierno relacionadas con la revelación de información en las empresas colombianas más bursátiles; es decir, en las empresas más transadas y con acciones más líquidas en el mercado. Mientras que los demás países y segmentos de mercado analizados muestran un incremento en términos absolutos en su índice de revelación a través de informes de gestión de tan solo 2.1 puntos porcentuales en promedio en los cuatro años de estudio, las empresas colombianas más transadas en el mercado muestran una variación en este índice de 19.5 puntos porcentuales. Así mismo sucede con el índice de revelación total, en el que los demás países y segmentos muestran un incremento promedio en términos absolutos de 3.4 puntos porcentuales, mientras que las empresas colombianas más bursátiles presentan un incremento promedio de 23.8 puntos porcentuales. Estas empresas mostraban un índice de revelación total de 47,1% en el 2010, y en el año 2013 este indicador ascendió a 70,9%.

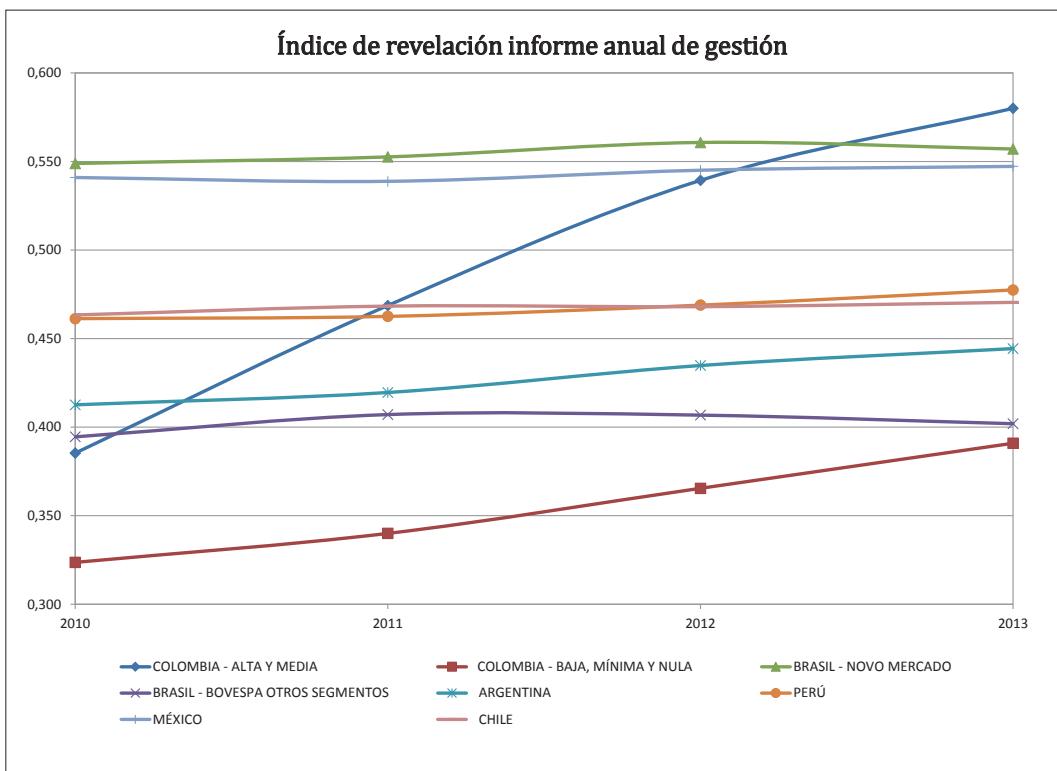
Este buen comportamiento hace que las empresas más bursátiles de Colombia exhiban los índices de revelación total más altos en la región, mientras que en el 2010 la situación era la opuesta. Luego se sitúan las empresas brasileras del Novo Mercado, con un índice de revelación total de 69,9%; México, con 67,2%; Perú, con 58,1%; Argentina, con 55,9%; las empresas brasileras en otros segmentos del Bovespa, con 55,7%; las empresas chilenas, con 54,8%; y por último las empresas colombianas de baja, mínima o nula bursatilidad, con un índice de revelación total de 52,7%.

Los resultados son muy positivos para las empresas más bursátiles en Colombia, ya que los demás países y segmentos mostraron una tendencia creciente moderada y en general no superaron sus posiciones. No obstante, preocupa el comportamiento de las empresas de baja, mínima y nula bursatilidad. En este grupo de empresas, aunque se presentan mejorías en las prácticas de revelación, estas no son suficientes para superar ninguno de los otros países o segmentos de mercado analizados. Por lo tanto, mientras que las empresas más bursátiles son líderes en la región, las menos bursátiles representan el grupo de las más rezagadas. Lo anterior se hace evidente en los gráficos 1 y 2.

TABLA 5. Revelación de información en América Latina por países

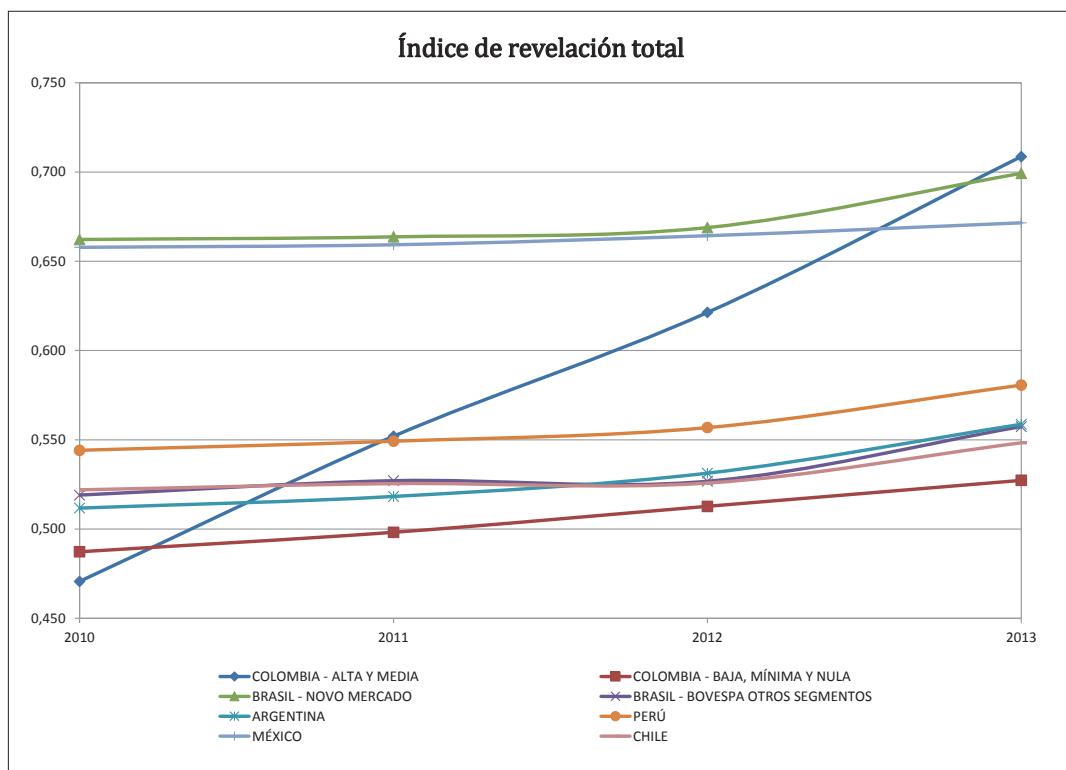
PAÍS Y SEGMENTO DE MERCADO	INFORMES DE GESTIÓN		
	2010	2011	2012
Colombia - Alta y media bursatilidad			
Número de empresas	30	30	30
Índice de revelación	0,385	0,469	0,539
Brasil - Novo Mercado			
Número de empresas	27	27	27
Índice de revelación	0,549	0,553	0,561
México			
Número de empresas	83	83	83
Índice de revelación	0,541	0,539	0,545
Perú			
Número de empresas	63	63	63
Índice de revelación	0,461	0,463	0,469
Argentina			
Número de empresas	46	46	46
Índice de revelación	0,413	0,420	0,435
Brasil - Otros segmentos de Bovespa			
Número de empresas	62	62	62
Índice de revelación	0,395	0,407	0,407
Chile			
Número de empresas	132	132	132
Índice de revelación	0,463	0,468	0,468
Colombia - Baja, mínima y nula bursatilidad			
Número de empresas	11	11	11
Índice de revelación	0,324	0,340	0,365
TOTAL	0,459	0,469	0,478
Número de empresas	454	454	454

		DIFERENCIA	REVELACIÓN TOTAL				DIFERENCIA
	2013	2013-2010	2010	2011	2012	2013	2013-2010
	30		30	30	30	30	
	0,580	0,195	0,471	0,552	0,621	0,709	0,238
	27		27	27	27	27	
	0,557	0,008	0,662	0,664	0,669	0,699	0,037
	83		83	83	83	83	
	0,547	0,006	0,658	0,659	0,664	0,672	0,014
	63		63	63	63	63	
	0,477	0,016	0,544	0,549	0,557	0,581	0,037
	46		46	46	46	46	
	0,444	0,032	0,512	0,518	0,531	0,559	0,047
	62		62	62	62	62	
	0,402	0,007	0,519	0,527	0,527	0,557	0,038
	132		132	132	132	132	
	0,470	0,007	0,522	0,525	0,526	0,548	0,026
	11		11	11	11	11	
	0,391	0,067	0,487	0,498	0,513	0,527	0,040
	0,484	0,025	0,553	0,562	0,571	0,597	0,044
	454	454	454	454	454	454	454

GRÁFICO 1. Evolución de la revelación de información en América Latina en los informes de gestión

La tabla 5 y los gráficos 1 y 2 igualmente ponen en evidencia el liderazgo ejercido por las empresas brasileras del Novo Mercado, que se ve contrarrestado en el último año por las empresas colombianas. De igual manera, las empresas mexicanas muestran un nivel alto de transparencia. Es necesario aclarar que las cifras reportadas en estos gráficos y tabla son promedios de los indicadores. Al controlar por medianas (no reportadas), los resultados son similares, pero las empresas brasileras del Novo Mercado aún conservan el liderazgo, y las colombianas más bursátiles ocupan el segundo lugar. Lo anterior implica que en Colombia algunas empresas tienen un alto nivel de revelación que influencia el promedio de manera muy positiva, pero hay una mayor dispersión o diferencia en la revelación de información en el grupo de empresas más bursátiles. Por el contrario, aun cuando Brasil muestra un promedio ligeramente inferior, las prácticas de revelación son más uniformes.

Esta mejoría en Colombia encuentra explicación en gran parte en el Programa IR (Investor Relations) de la Bolsa de Valores de Colombia, que se discute a profundidad en el capítulo 11 de antecedentes y marco teórico. Este programa

GRÁFICO 2. Evolución del índice de revelación total en América Latina

surge en respuesta a los resultados de una encuesta divulgados por J.P. Morgan en el 2011 sobre la percepción de inversionistas de Estados Unidos, Canadá y Europa, sobre las empresas emisoras en América Latina. El objetivo del programa es hacer de Colombia un mercado más atractivo para la inversión promoviendo entre los emisores la adopción de mejores prácticas en materia de revelación de información y relación con inversionistas. La adopción es voluntaria, pero, una vez la empresa decide participar en el programa, para recibir el Reconocimiento IR debe cumplir con unos mínimos en materia de revelación. En síntesis, se pide a los emisores cuatro acciones: reporte de información financiera con una periodicidad trimestral; el nombramiento de un oficial de relación con los inversionistas dependiendo directamente de un primer o segundo nivel dentro de la empresa; reporte de la misma información en español e inglés; y una reunión trimestral de entrega de resultados, o conferencia de resultados, donde el equipo directivo de la empresa (alta gerencia) establezca contacto directo con los inversionistas.

La información que deben revelar las empresas que quieren obtener el Reconocimiento IR es muy detallada y se relaciona con diferentes aspectos de importancia para los inversionistas, en donde el principal canal de divulgación es la página web de cada una de las empresas. La BVC otorga el Reconocimiento IR de manera anual a las empresas que cumplen con estos estándares de revelación, y lo ha hecho en dos oportunidades; en el año 2013 y en el año 2014. Para conocer en mayor detalle el programa, sus antecedentes, las exigencias en materia de revelación y el listado de empresas que recibieron el reconocimiento en el 2014, invitamos al lector a leer el aparte en el capítulo 11 dedicado a este programa.

3.6. Desagregación del índice de revelación total por segmentos de mercado para los años 2010 y 2013

Las tablas 6 y 7 muestran el cumplimiento del índice de revelación total desagregado por componentes y preguntas para cada uno de los países y segmentos de mercado. La tabla 6 muestra las estadísticas del año 2010 y la tabla 7 hace lo mismo para el año 2013. El orden de los países y segmentos de mercado en las dos tablas es diferente de manera intencional. La tabla 6 empieza por Brasil Novo Mercado, y sigue con México, Perú, Chile, Brasil Bovespa, Argentina, y por último los dos grupos de empresas colombianas. Están en ese orden debido a que en el año 2010 las empresas de mayor revelación eran las de Brasil Novo Mercado, mientras que las de menor revelación eran las empresas colombianas. Por lo tanto, el orden obedece al nivel de transparencia de los países y segmentos analizados. La tabla 7 presenta un orden diferente, empezando con las empresas colombianas más bursátiles, siguiendo con Brasil Novo Mercado y, en general, siguiendo el nivel de relevación hasta terminar con las empresas colombianas menos bursátiles, las cuales muestran los índices de revelación más bajos para el 2013.

La tabla 6 muestra que las empresas colombianas en el año 2010 revelaban aproximadamente la mitad de la información en relación con sus juntas directivas, en comparación con las empresas brasileras del Novo Mercado. Los procesos de selección y remuneración de los directores, la remuneración de los miembros de la junta, el carácter interno o externo de los mismos y su perfil, además de los nombres de los comités de apoyo de la junta y sus integrantes, presentaban variaciones muy significativas entre los grupos de empresas de los dos segmentos de mercado mencionados.

Otra diferencia significativa está en el nivel de revelación en relación con la información de la empresa. La mayoría de empresas colombianas revelaban poca información en relación con su historia, su marco estratégico y estructura organizacional. De igual manera, se encuentran diferencias significativas para el año 2010 en los componentes de gobierno corporativo y de gestión de riesgos. Mientras que las empresas brasileras del Novo Mercado revelaban su estructura de gobierno, los procesos de selección y política de remuneración de los altos directivos, la estructura de control interno, y la identificación y mapa de riesgos en la mayoría de los casos, sucedía lo contrario con las empresas colombianas. Además, y aun cuando las empresas brasileras mostraban una revelación baja, la dimensión social o información sobre la relación con los empleados marcaba una diferencia entre Brasil y Colombia.

En la tabla 7 se hace evidente el liderazgo de las empresas colombianas, pero con posibilidades de mejora en los componentes relacionados con el gobierno corporativo. En los dos componentes (junta directiva y gobierno corporativo) las empresas brasileras siguen entregando más información a sus diferentes grupos de interés, aunque las brechas ahora son muy reducidas. Las empresas brasileras del Novo Mercado informan con mayor frecuencia los perfiles y la remuneración de los miembros de junta, así como la estructura de gobierno de la empresa, los procesos de selección y política de remuneración de altos directivos, y la estructura de control interno. Igual sucede con el componente de gestión de riesgos, donde revelar el mapa y la identificación de los riesgos es más común en las empresas brasileras.

Por otra parte, los componentes de relación con los empleados o dimensión social y con otros grupos de interés muestran niveles de revelación más altos para las empresas colombianas. Igual sucede con la responsabilidad social corporativa. Lo anterior es positivo pero a la vez señala la necesidad de seguir trabajando en la revelación de información relacionada con las prácticas y estructura de gobierno de las empresas. Aquí todavía hay oportunidades para seguir mejorando, incrementando la transparencia de las empresas colombianas y posicionándolas como oportunidades de inversión confiables en la región.

TABLA 6. Revelación de información en América Latina para el año 2010

REVELACIÓN EN LATINOAMÉRICA - AÑO 2010 COMPONENTES DEL ÍNDICE / PAÍS Y SEGMENTO DE MERCADO		Brasil Novo M
1	JUNTA DIRECTIVA	0,546
1,1	Nombres de los miembros de junta directiva	1,000
1,2	Carácter de interno o externo	0,741
1,3	Perfil de los miembros de la junta	0,704
1,4	Remuneración de los miembros de la junta	0,667
1,5	Asistencia a las reuniones	0,000
1,6	Procesos de selección y elección de los miembros de la junta directiva	0,037
1,7	Nombre de los comités	0,778
1,8	Integrantes de los comités	0,444
2	RESUMEN EJECUTIVO	0,901
2,1	Resumen general de la operación del año	0,926
2,2	Resumen de la información financiera	0,926
2,3	Carta a los accionistas	0,852
3	INFORMACIÓN DE LA EMPRESA	0,746
3,1	Perfil de la empresa	0,963
3,2	Estructura organizacional	0,630
3,3	Historia	0,963
3,4	Marco estratégico	0,704
3,5	Misión	0,630
3,6	Visión	0,556
3,7	Certificaciones y acreditaciones	0,778
4	GOBIERNO CORPORATIVO	0,616
4,1	Código de buen gobierno	0,704
4,2	Estructura de gobierno	0,741
4,3	Informe anual de gobierno corporativo	0,741
4,4	Cumplimiento del código de buen gobierno	0,481
4,5	Procesos de selección y política de remuneración de altos directivos	0,852
4,6	Estructura de control interno	0,630
4,7	Estructura de control externo	0,111
4,8	Transparencia y anticorrupción (manual conflictos de int., p.e.)	0,667

ÍNDICE DE REVELACIÓN TOTAL

México	Perú	Chile	Brasil Bovespa	Argentina	Colombia Baja, Mínima & Nula	Colombia Alta & Media	TOTAL
0,636	0,395	0,444	0,361	0,293	0,250	0,283	0,436
1,000	1,000	0,992	0,984	0,891	1,000	0,933	0,980
0,843	0,746	0,583	0,468	0,674	0,545	0,400	0,643
0,723	0,683	0,114	0,403	0,152	0,273	0,233	0,394
0,349	0,063	0,848	0,306	0,196	0,000	0,067	0,425
0,048	0,032	0,038	0,032	0,022	0,000	0,133	0,040
0,470	0,016	0,212	0,000	0,000	0,000	0,033	0,154
0,880	0,349	0,394	0,468	0,283	0,182	0,300	0,487
0,771	0,270	0,371	0,226	0,130	0,000	0,167	0,368
0,900	0,831	0,967	0,860	0,877	0,970	0,889	0,903
1,000	0,889	0,977	0,887	0,891	1,000	1,000	0,947
1,000	0,857	0,977	0,935	0,957	1,000	0,900	0,949
0,699	0,746	0,947	0,758	0,783	0,909	0,767	0,813
0,702	0,553	0,618	0,601	0,506	0,675	0,467	0,610
0,976	0,762	0,970	0,968	0,761	1,000	0,633	0,899
0,422	0,254	0,735	0,468	0,326	0,455	0,333	0,493
0,892	0,667	0,894	0,952	0,457	0,545	0,267	0,780
0,892	0,492	0,545	0,597	0,522	0,636	0,367	0,606
0,458	0,476	0,379	0,306	0,478	0,727	0,600	0,445
0,434	0,524	0,288	0,323	0,457	0,727	0,533	0,412
0,843	0,698	0,515	0,597	0,543	0,636	0,533	0,634
0,494	0,490	0,287	0,417	0,413	0,534	0,371	0,415
0,843	0,921	0,424	0,548	0,696	0,818	0,633	0,654
0,518	0,238	0,258	0,468	0,109	0,364	0,333	0,352
0,795	0,905	0,508	0,613	0,826	0,818	0,667	0,694
0,639	0,905	0,515	0,306	0,696	0,909	0,367	0,579
0,229	0,000	0,076	0,629	0,087	0,000	0,100	0,216
0,301	0,063	0,106	0,258	0,174	0,455	0,367	0,220
0,084	0,063	0,061	0,032	0,043	0,000	0,033	0,059
0,542	0,825	0,348	0,484	0,674	0,909	0,467	0,542

TABLA 6. (Continuación) Revelación de información en América Latina para el año 2010

REVELACIÓN EN LATINOAMÉRICA - AÑO 2010 COMPONENTES DEL ÍNDICE / PAÍS Y SEGMENTO DE MERCADO		Brasil Novo M
5	RESPONSABILIDAD CORPORATIVA	
5,1	Relacionamiento con grupos de interés	0,852
5,2	Resultados de la RSE con grupos de interés	0,704
5,3	Reporte de sostenibilidad	0,704
5,4	Proyectos de protección ambiental	0,778
5,5	Inversiones ambientales	0,296
6	INFORME ECONÓMICO	0,914
6,1	Resumen de estado de resultados	1,000
6,2	Resumen de balance general	0,963
6,3	Indicadores financieros	1,000
6,4	Rendimiento de inversiones	0,852
6,5	Ejecución presupuestal	0,667
6,6	Evolución de la acción en el mercado	1,000
7	GESTIÓN DE RIESGOS	0,753
7,1	Identificación de riesgos	0,926
7,2	Mapa de riesgos	0,889
7,3	Asuntos legales	0,444
8	DIMENSIÓN SOCIAL	0,397
8,1	Atracción y retención de talento humano	0,815
8,2	Perfil y clasificación de trabajadores (tablas salariales)	0,704
8,3	Gestión de la cultura y el ambiente laboral	0,185
8,4	Clima organizacional	0,074
8,5	Proyectos de bienestar para los trabajadores	0,667
8,6	Salud ocupacional	0,333
8,7	Ausentismo laboral	0,000
9	RESPONSABILIDAD CON OTROS GRUPOS DE INTERÉS	0,679
9,1	Relación con los proveedores	0,481
9,2	Relación con los accionistas	0,741
9,3	Relación con los clientes y los productos	0,815
TOTAL		0,662
Número de empresas		27

ÍNDICE DE REVELACIÓN TOTAL

México	Perú	Chile	Brasil Bovespa	Argentina	Colombia Baja, Mínima & Nula	Colombia Alta & Media	TOTAL
0,559	0,616	0,326	0,500	0,548	0,382	0,540	0,491
0,747	0,714	0,394	0,726	0,630	0,727	0,733	0,630
0,434	0,619	0,318	0,581	0,565	0,364	0,567	0,482
0,373	0,460	0,182	0,371	0,370	0,273	0,533	0,357
0,819	0,651	0,455	0,597	0,652	0,455	0,467	0,608
0,422	0,635	0,280	0,226	0,522	0,091	0,400	0,377
0,976	0,815	0,936	0,866	0,841	0,758	0,778	0,891
1,000	0,984	0,985	0,919	0,957	0,818	0,967	0,971
0,976	0,667	0,879	0,952	0,891	0,909	0,967	0,890
0,988	0,810	0,962	0,935	0,717	0,909	0,800	0,907
0,964	0,825	0,977	0,790	0,783	0,909	0,667	0,879
1,000	0,762	0,902	0,613	0,739	0,818	0,433	0,797
0,928	0,841	0,909	0,984	0,957	0,182	0,833	0,901
0,831	0,429	0,710	0,683	0,638	0,394	0,422	0,658
1,000	0,587	0,947	0,919	0,848	0,455	0,533	0,852
0,855	0,460	0,742	0,806	0,630	0,364	0,167	0,683
0,639	0,238	0,439	0,323	0,435	0,364	0,567	0,438
0,349	0,433	0,237	0,230	0,320	0,143	0,290	0,303
0,687	0,698	0,303	0,548	0,609	0,273	0,433	0,531
0,120	0,190	0,129	0,371	0,152	0,091	0,300	0,216
0,482	0,429	0,341	0,097	0,348	0,091	0,300	0,328
0,530	0,460	0,273	0,081	0,283	0,273	0,333	0,313
0,361	0,635	0,318	0,306	0,522	0,182	0,367	0,410
0,253	0,619	0,250	0,210	0,304	0,091	0,233	0,302
0,012	0,000	0,045	0,000	0,022	0,000	0,067	0,022
0,884	0,492	0,664	0,527	0,609	0,606	0,567	0,649
0,807	0,381	0,553	0,323	0,435	0,091	0,433	0,509
0,904	0,508	0,758	0,565	0,565	1,000	0,567	0,696
0,940	0,587	0,682	0,694	0,826	0,727	0,700	0,742
0,658	0,544	0,522	0,519	0,512	0,487	0,471	0,553
83	63	132	62	46	11	30	454

TABLA 7. Revelación de información en América Latina para el año 2013

REVELACIÓN EN LATINOAMÉRICA - AÑO 2013 COMPONENTES DEL ÍNDICE / PAÍS Y SEGMENTO DE MERCADO		Colombia Alta & Media
1	JUNTA DIRECTIVA	0,525
1,1	Nombres de los miembros de junta directiva	1,000
1,2	Carácter de interno o externo	0,833
1,3	Perfil de los miembros de la junta	0,633
1,4	Remuneración de los miembros de la junta	0,200
1,5	Asistencia a las reuniones	0,200
1,6	Procesos de selección y elección de los miembros de la junta directiva	0,133
1,7	Nombre de los comités	0,700
1,8	Integrantes de los comités	0,500
2	RESUMEN EJECUTIVO	0,989
2,1	Resumen general de la operación del año	1,000
2,2	Resumen de la información financiera	1,000
2,3	Carta a los accionistas	0,967
3	INFORMACIÓN DE LA EMPRESA	0,771
3,1	Perfil de la empresa	0,867
3,2	Estructura organizacional	0,733
3,3	Historia	0,567
3,4	Marco estratégico	0,800
3,5	Misión	0,800
3,6	Visión	0,767
3,7	Certificaciones y acreditaciones	0,867
4	GOBIERNO CORPORATIVO	0,629
4,1	Código de buen gobierno	1,000
4,2	Estructura de gobierno	0,600
4,3	Informe anual de gobierno corporativo	1,000
4,4	Cumplimiento del código de buen gobierno	0,700
4,5	Procesos de selección y política de remuneración de altos directivos	0,367
4,6	Estructura de control interno	0,433
4,7	Estructura de control externo	0,100
4,8	Transparencia y anticorrupción (manual conflictos de int., p.e.)	0,833

ÍNDICE DE REVELACIÓN TOTAL

Brasil Novo M	México	Perú	Argentina	Brasil Bovespa	Chile	Colombia Baja, Mínima & Nula	TOTAL
0,560	0,633	0,421	0,329	0,401	0,458	0,261	0,470
1,000	1,000	1,000	0,957	0,984	0,992	1,000	0,991
0,741	0,855	0,794	0,674	0,516	0,591	0,545	0,689
0,704	0,723	0,698	0,152	0,484	0,152	0,364	0,447
0,667	0,349	0,095	0,217	0,306	0,841	0,000	0,438
0,000	0,036	0,048	0,022	0,032	0,053	0,000	0,048
0,037	0,458	0,048	0,022	0,000	0,242	0,000	0,174
0,852	0,880	0,381	0,391	0,581	0,424	0,182	0,557
0,481	0,759	0,302	0,196	0,306	0,371	0,000	0,412
0,938	0,900	0,847	0,870	0,866	0,967	0,970	0,914
0,963	1,000	0,905	0,891	0,887	0,977	1,000	0,952
0,963	1,000	0,873	0,935	0,935	0,977	1,000	0,958
0,889	0,699	0,762	0,783	0,774	0,947	0,909	0,833
0,836	0,735	0,644	0,556	0,671	0,622	0,688	0,670
1,000	0,976	0,825	0,783	1,000	0,985	1,000	0,936
0,778	0,422	0,270	0,370	0,548	0,735	0,455	0,546
0,963	0,892	0,762	0,565	0,952	0,886	0,545	0,822
0,815	0,916	0,556	0,522	0,597	0,561	0,727	0,661
0,741	0,554	0,635	0,565	0,468	0,379	0,727	0,535
0,704	0,530	0,651	0,500	0,452	0,295	0,727	0,496
0,852	0,855	0,810	0,587	0,677	0,515	0,636	0,694
0,731	0,532	0,520	0,481	0,468	0,428	0,580	0,506
0,963	0,904	0,952	0,870	0,661	0,614	1,000	0,802
0,926	0,542	0,302	0,217	0,532	0,379	0,364	0,449
0,815	0,807	0,937	0,870	0,694	0,886	0,818	0,852
0,704	0,663	0,937	0,739	0,403	0,606	0,909	0,667
0,852	0,277	0,048	0,109	0,629	0,136	0,091	0,271
0,630	0,313	0,079	0,239	0,274	0,121	0,545	0,244
0,111	0,096	0,063	0,043	0,032	0,076	0,000	0,070
0,852	0,651	0,841	0,761	0,516	0,606	0,909	0,687

TABLA 7. (Continuación) Revelación de información en América Latina para el año 2013

REVELACIÓN EN LATINOAMÉRICA - AÑO 2013 COMPONENTES DEL ÍNDICE / PAÍS Y SEGMENTO DE MERCADO		Colombia Alta & Media
5	RESPONSABILIDAD CORPORATIVA	0,767
5,1	Relacionamiento con grupos de interés	0,933
5,2	Resultados de la RSE con grupos de interés	0,767
5,3	Reporte de sostenibilidad	0,767
5,4	Proyectos de protección ambiental	0,767
5,5	Inversiones ambientales	0,600
6	INFORME ECONÓMICO	0,933
6,1	Resumen de estado de resultados	0,967
6,2	Resumen de balance general	0,967
6,3	Indicadores financieros	0,933
6,4	Rendimiento de inversiones	0,933
6,5	Ejecución presupuestal	0,833
6,6	Evolución de la acción en el mercado	0,967
7	GESTIÓN DE RIESGOS	0,689
7,1	Identificación de riesgos	0,800
7,2	Mapa de riesgos	0,600
7,3	Asuntos legales	0,667
8	DIMENSIÓN SOCIAL	0,567
8,1	Atracción y retención de talento humano	0,833
8,2	Perfil y clasificación de trabajadores (tablas salariales)	0,567
8,3	Gestión de la cultura y el ambiente laboral	0,633
8,4	Clima organizacional	0,567
8,5	Proyectos de bienestar para los trabajadores	0,600
8,6	Salud ocupacional	0,567
8,7	Ausentismo laboral	0,200
9	RESPONSABILIDAD CON OTROS GRUPOS DE INTERÉS	0,789
9,1	Relación con los proveedores	0,633
9,2	Relación con los accionistas	0,800
9,3	Relación con los clientes y los productos	0,933
TOTAL		0,709
Número de empresas		30

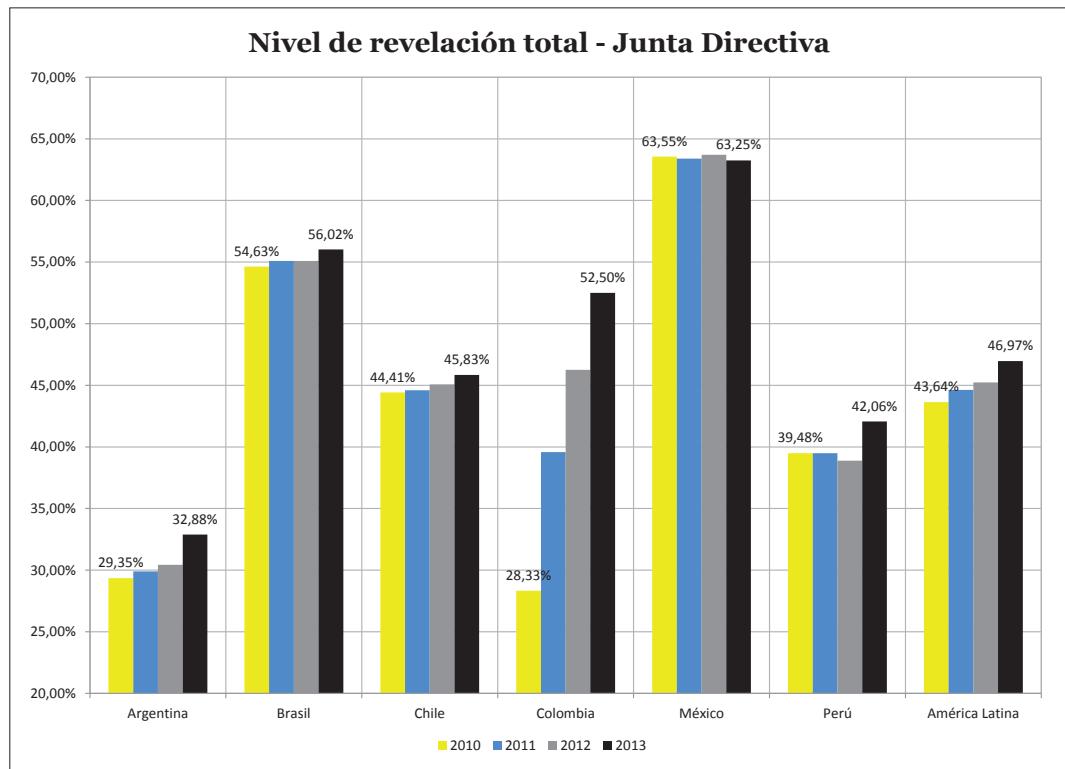
ÍNDICE DE REVELACIÓN TOTAL

Brasil Novo M	México	Perú	Argentina	Brasil Bovespa	Chile	Colombia Baja, Mínima & Nula	TOTAL
0,711	0,593	0,667	0,643	0,568	0,335	0,418	0,544
0,926	0,759	0,746	0,761	0,823	0,402	0,818	0,685
0,778	0,494	0,698	0,696	0,694	0,326	0,455	0,555
0,667	0,422	0,492	0,413	0,387	0,205	0,273	0,396
0,815	0,819	0,714	0,739	0,645	0,462	0,455	0,656
0,370	0,470	0,683	0,609	0,290	0,280	0,091	0,427
0,907	0,976	0,820	0,859	0,887	0,926	0,864	0,906
1,000	1,000	0,984	0,957	0,935	0,977	1,000	0,976
0,963	0,976	0,635	0,913	0,952	0,871	1,000	0,888
0,926	0,988	0,810	0,739	0,968	0,947	1,000	0,916
0,852	0,964	0,857	0,826	0,823	0,970	1,000	0,910
0,704	1,000	0,794	0,761	0,661	0,886	0,909	0,837
1,000	0,928	0,841	0,957	0,984	0,902	0,273	0,910
0,753	0,835	0,434	0,645	0,672	0,715	0,394	0,678
0,926	1,000	0,587	0,870	0,919	0,955	0,455	0,874
0,889	0,867	0,460	0,630	0,806	0,742	0,364	0,714
0,444	0,639	0,254	0,435	0,290	0,447	0,364	0,445
0,402	0,348	0,454	0,373	0,244	0,244	0,208	0,335
0,815	0,687	0,746	0,696	0,581	0,318	0,364	0,584
0,741	0,133	0,222	0,174	0,371	0,129	0,091	0,244
0,185	0,458	0,460	0,391	0,097	0,356	0,273	0,363
0,074	0,506	0,476	0,348	0,113	0,273	0,182	0,335
0,667	0,373	0,635	0,609	0,339	0,311	0,273	0,441
0,333	0,265	0,635	0,370	0,210	0,265	0,273	0,344
0,000	0,012	0,000	0,022	0,000	0,053	0,000	0,033
0,630	0,888	0,577	0,681	0,581	0,669	0,667	0,691
0,444	0,795	0,476	0,543	0,355	0,576	0,182	0,555
0,667	0,916	0,587	0,630	0,613	0,758	1,000	0,733
0,778	0,952	0,667	0,870	0,774	0,674	0,818	0,784
0,699	0,672	0,581	0,559	0,557	0,548	0,527	0,597
27	83	63	46	62	132	11	454

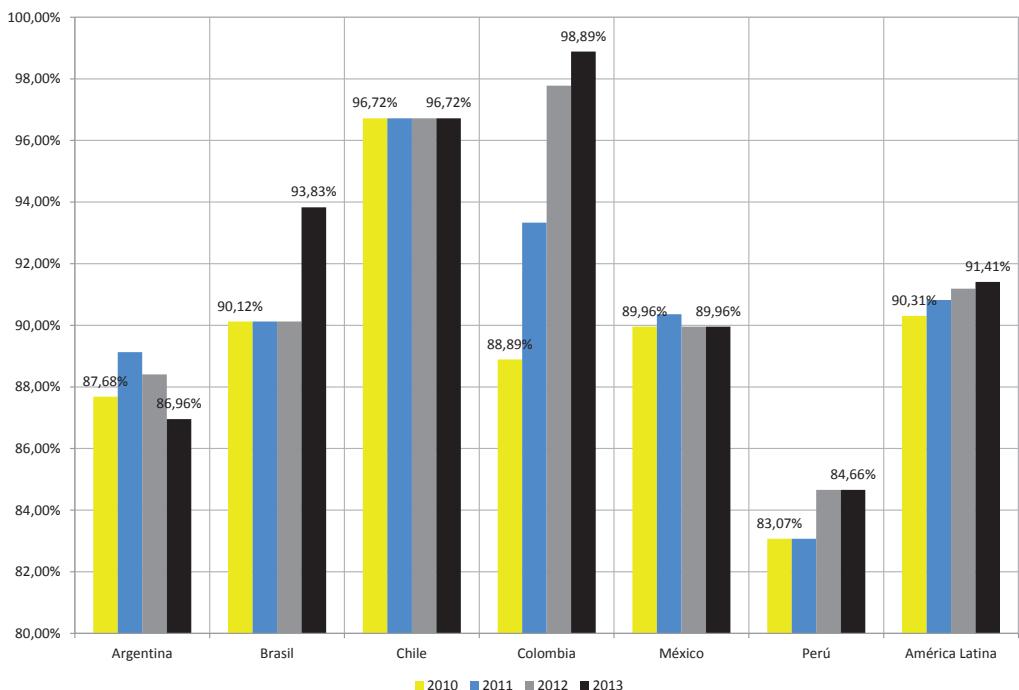
3.7. Evolución de la revelación total por componente y país

Los gráficos 3 al 11 muestran la evolución de la revelación total por componente y país para cada uno de los años incluidos en el periodo en estudio. En el caso de Colombia, se reporta la revelación total de las empresas de alta y media bursatilidad; y, en el caso de Brasil, el de las empresas pertenecientes al Novo Mercado. En el gráfico 3 se hace evidente que las empresas colombianas en el año 2010 eran las que menos información revelaban en relación con sus juntas directivas. El índice de revelación total en este componente era de tan solo 28,33%. En ese mismo año, los países líderes en revelación en juntas directivas presentaban índices superiores al 50%. Brasil reporta un índice en este componente de 54,63%; y México, de 63,55%. Para el año 2013, Colombia, con un índice de revelación total para el componente de 52,5%, logró mejorar la transparencia relacionada con las juntas directivas; superó a Argentina, Chile, Perú y se ubicó por encima del promedio de la región, de 46,97%. Sin embargo, aún es superada por Brasil (56,02%), y especialmente por México (63,25%). Argentina, por su parte, presenta la revelación más baja en este componente para el año 2013, con un índice de tan solo 32,88%, muy por debajo del promedio de 46,97% para América Latina.

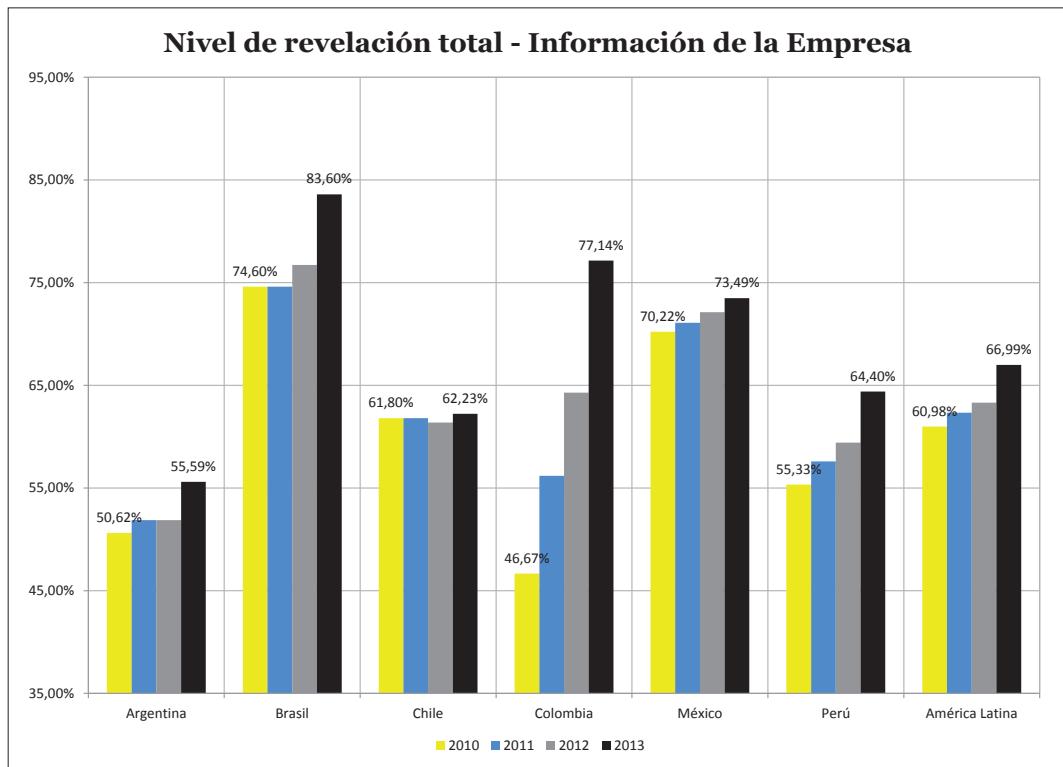
Respecto al componente de resumen ejecutivo, y como puede observarse en el gráfico 4, en el año 2010 Colombia (88,89%) estaba ligeramente por debajo del promedio de América Latina (90,31%), y superaba únicamente a Perú y a Argentina. No obstante, este componente, que presenta el resumen general de lo sucedido en relación con las finanzas de la empresa, adquiere una importancia alta en las empresas colombianas analizadas, y para el año 2013 el índice de revelación total asciende a 98,89%. En términos de este componente, lo anterior le otorga un liderazgo a Colombia en la región, superando los demás países analizados y, por ende, el promedio general de América Latina, de 91,41% para el mismo año. Chile es otro país con un alto índice de revelación en este aspecto durante los cuatro años analizados, equivalente a 96,72%. Por otro lado, Perú muestra el índice de revelación más bajo, equivalente a 84,66% en el año 2013.

GRÁFICO 3. Evolución de la revelación total para el componente de Junta Directiva

El gráfico 5 permite analizar la revelación relacionada con la información general de la empresa. En el año 2010 Colombia aparece ocupando el último lugar en revelación para este componente, con un promedio de tan solo 46,67%, mientras que el de América Latina se ubica en 69,98%. El esfuerzo realizado en este componente es bien marcado; se logró que para el 2013 Colombia sobreponga el promedio de la región y se ubicara en el segundo lugar, con un índice de revelación total de 77,14%, superada únicamente por Brasil, con un índice de 83,6%. La tabla 7 evidencia que para las empresas colombianas aún es posible mejorar en términos de ofrecer a los interesados una breve reseña histórica de la empresa, la misión, visión y estructura organizacional. Teniendo en cuenta únicamente estos aspectos, seguramente la posición de Colombia respecto a este componente podrá seguir mejorando. Los países con una revelación inferior al promedio de América Latina para el año 2013, equivalente a 66,99% en este componente, son Perú (64,40%) y Argentina (55,59%).

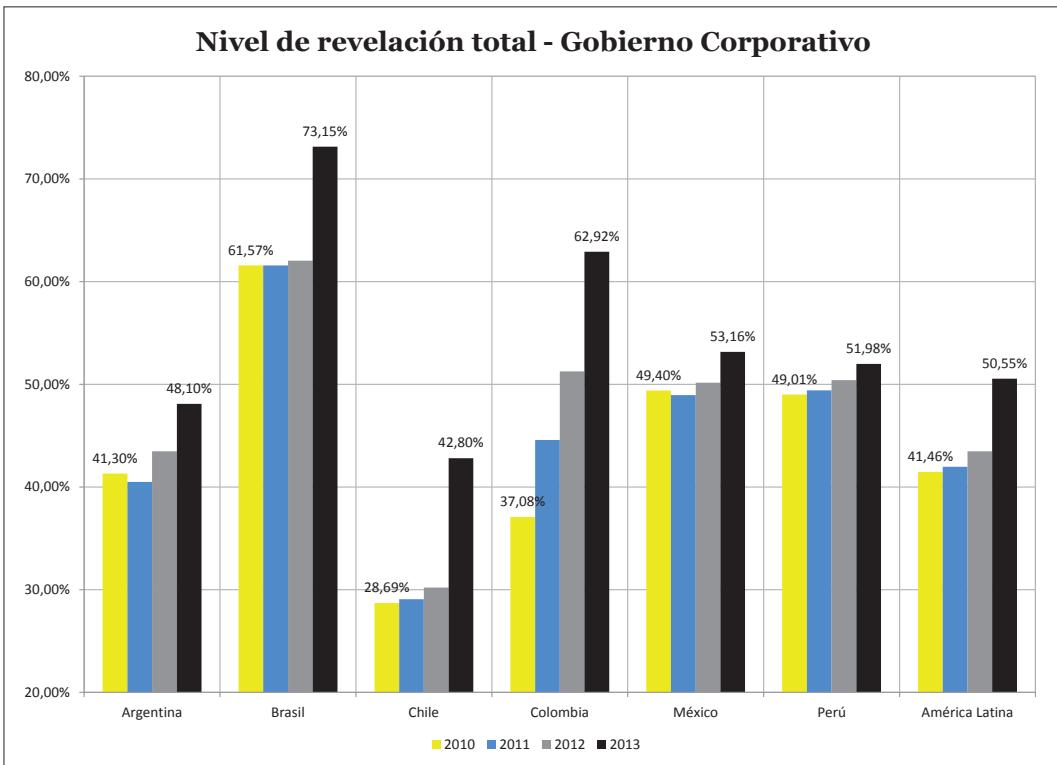
GRÁFICO 4. Evolución de la revelación total para el componente de Resumen Ejecutivo**Nivel de revelación total - Resumen Ejecutivo**

La revelación relacionada con el componente de gobierno corporativo presenta un comportamiento similar, según lo que se puede evidenciar en el gráfico 6. En el 2010, Colombia, con un índice de revelación total de 37,08%, superaba únicamente a Chile (28,68%) y se ubicaba por debajo del promedio de la región, de 41,46%. Sin embargo, para el año 2013 las empresas colombianas han incrementado sus niveles de transparencia respecto a aspectos generales de gobierno corporativo. Según la tabla 7, todas las empresas de la muestra cuentan con un código de buen gobierno y realizan un informe anual de gobierno corporativo, por ejemplo. El índice de revelación total para Colombia en relación con este componente asciende a 62,92%, por encima del promedio de América Latina, equivalente a 50,55%. En todo caso, en el mismo año Brasil reporta un índice total de 73,15% para este componente. Aún las empresas colombianas pueden realizar un esfuerzo revelando procesos de selección y políticas de remuneración de altos directivos, la estructura de gobierno, y la estructura de control interno y externo, entre otros aspectos. Por otro lado, Chile presenta un índice de revelación muy bajo en este componente, de tan solo 42,80% para el año 2013.

GRÁFICO 5. Evolución de la revelación total para el componente de Información de la Empresa

Respecto al componente de responsabilidad corporativa, el gráfico 7 pone en evidencia un bajo nivel para las empresas chilenas. El índice de revelación total de Chile para este componente es inferior al 35% en todos los años analizados. Colombia, en el año 2010, con un índice de revelación total de 54%, se ubicaba en el penúltimo lugar en la región. Para el año 2013 la situación es muy diferente; ocupa una posición de liderazgo con un índice de revelación total de 76,67%, superando de manera significativa el promedio de la región (54,41%). Reportar los resultados de la responsabilidad social empresarial, los proyectos de protección ambiental y el reporte de sostenibilidad, además de una política general de relacionamiento con los diferentes grupos de interés, hacen que Colombia se destaque en la región en este aspecto.

El gráfico 8 pone en evidencia que, en relación con el componente de informe económico, a pesar de avances importantes al respecto, Colombia aún debe hacer un esfuerzo adicional para ocupar la posición de liderazgo en la región. Para el año 2010 la revelación de información económica de las empresas colombianas

GRÁFICO 6. Evolución de la revelación total para el componente de Gobierno Corporativo

era la más baja de la región, con un índice total equivalente a 77,78%, muy inferior al promedio de América Latina, de 89,10%. En el año 2013 el índice de revelación total de las empresas colombianas en este componente mejoró ostensiblemente, ubicándose en 93,33%, pero aún es superado por México, que reporta un índice de revelación total de 97,59%. Según la tabla 7, la ejecución presupuestal, los indicadores financieros y los rendimientos de las inversiones son aspectos susceptibles de mejoría para las empresas colombianas. En este componente, Perú y Argentina presentan índices de revelación total inferiores al promedio de la región.

La gestión de riesgos representa otro componente en el que aún las empresas colombianas pueden mejorar. De acuerdo con el gráfico 9, la revelación de Colombia al respecto en el año 2010 era la más baja de la región, con un índice de revelación total de 42,22%, y con una diferencia muy marcada respecto al promedio de América Latina, equivalente a 65,79%. El avance es significativo para las empresas colombianas, que en el 2013 alcanzan un índice en este componente de 68,89%. Sin embargo, aún es superada por Chile (71,46%), Brasil (75,31%)

y México (83,53%). Según la tabla 7, el informe de identificación de riesgos y el mapa de riesgos son aspectos que las empresas colombianas deben comunicar a los diferentes grupos de interés si quieren mejorar su posicionamiento en este aspecto. Las empresas peruanas, por otra parte, presentan un índice muy bajo e inferior al 45% para todos los años analizados.

El gráfico 10 deja en evidencia cómo el componente de dimensión social para el caso colombiano pasó de ser el uno de los más bajos de la región a tener una posición de marcado liderazgo. Este componente, que tiene en cuenta diferentes aspectos de la relación de la empresa con sus empleados, es el de revelación más baja en América Latina. El promedio de la región en el año 2010 era de 30,30%, y para el 2013 pasa a 33,48%. Como lo sucedido con componentes discutidos previamente, la revelación total de las empresas colombianas respecto a la dimensión social era la segunda más baja de la región en el año 2010, con un índice de revelación total de 29,05%, superando únicamente a Chile (23,70%). Para el año 2013 el índice de revelación total de las empresas colombianas prácticamente se duplica: llega a 56,67%. Lo anterior hace que Colombia figure como líder en revelación en este componente. Por otro lado, Chile sigue presentando niveles muy bajos en este aspecto, reflejados en un índice de revelación total de tan solo 24,35% para el año 2013.

Finalmente, el gráfico 11 muestra cómo las empresas mexicanas han liderado de manera constante la revelación relacionada con la responsabilidad con proveedores, accionistas y clientes, con un índice total para este componente de aproximadamente 88% en todos los años analizados. Colombia logró pasar de un índice de 56,67% en el año 2010 a uno de 78,89% en el año 2013, lo que significó superar a Perú, Chile, Brasil y Argentina en el periodo analizado. Sin embargo, aún se presenta una diferencia marcada con México.

GRÁFICO 7. Evolución de la revelación total para el componente de Responsabilidad Corporativa

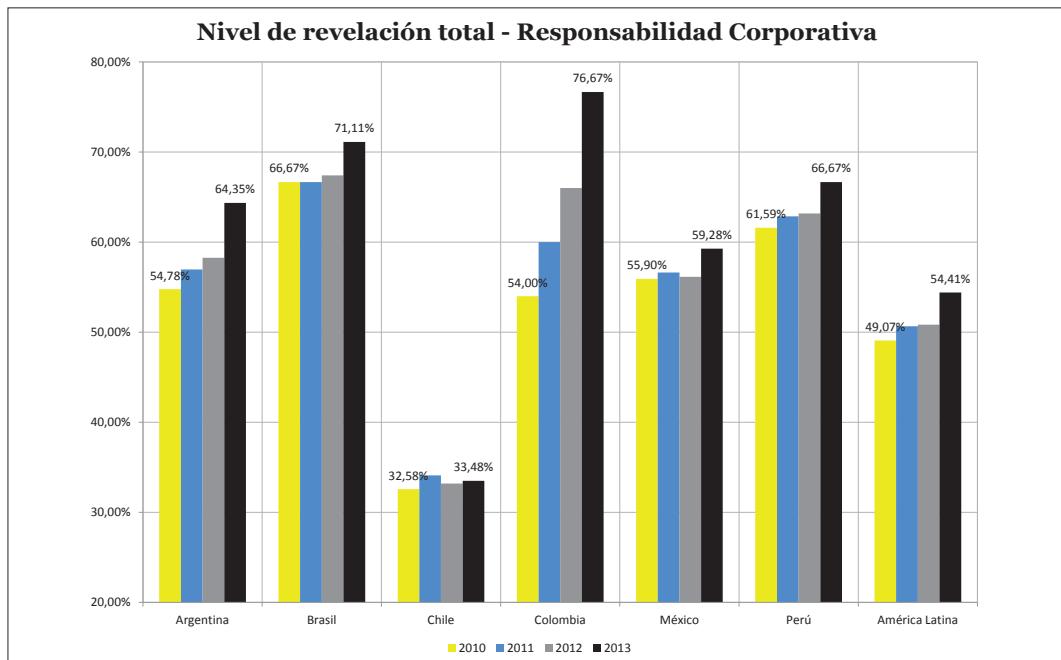


GRÁFICO 8. Evolución de la revelación total para el componente de Informe Económico

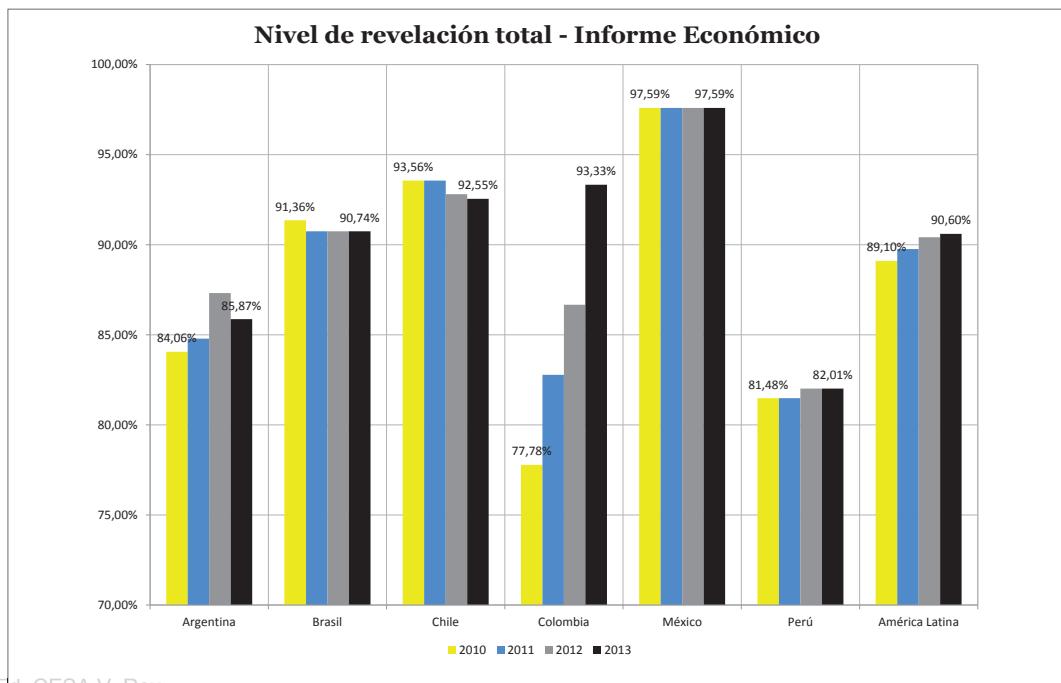


GRÁFICO 9. Evolución de la revelación total para componente de Gestión de Riesgos

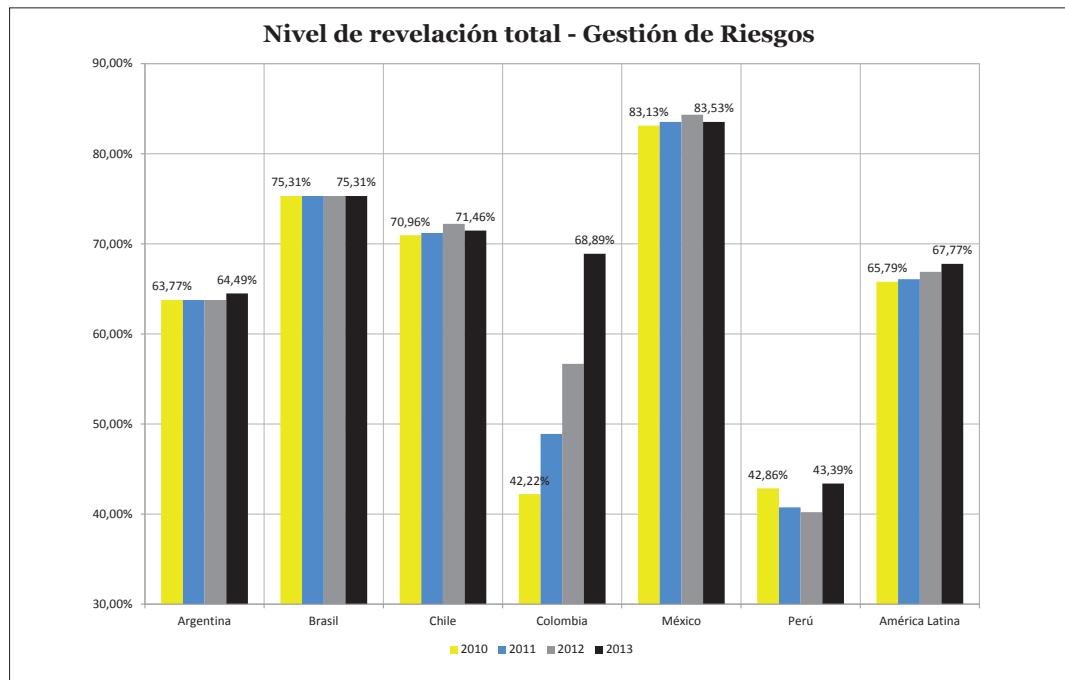


GRÁFICO 10. Evolución de la revelación total para el componente de Dimensión Social

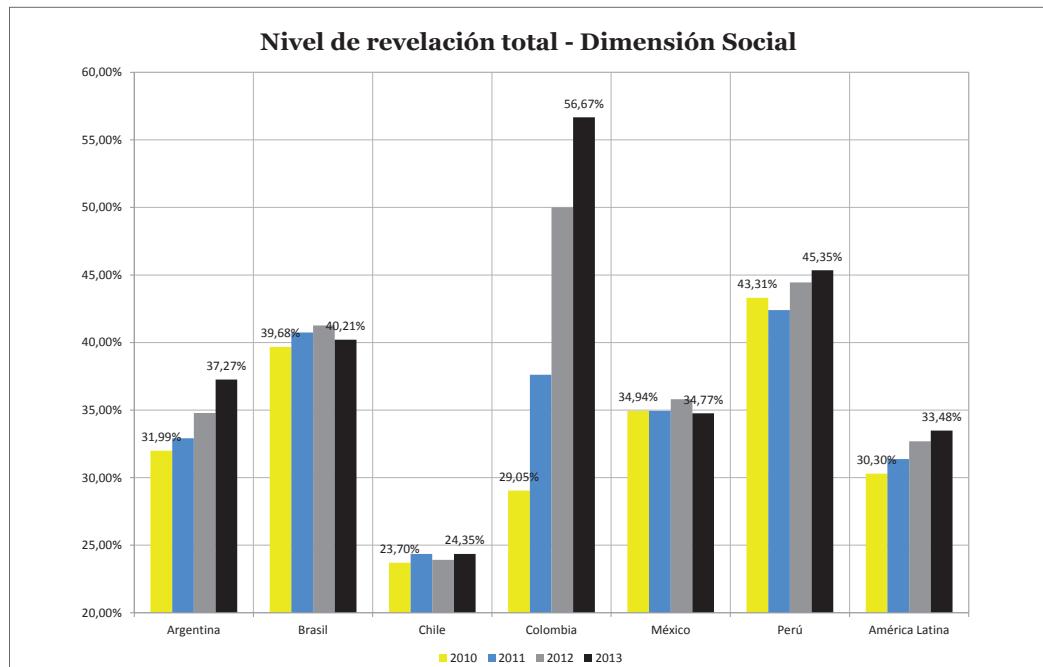
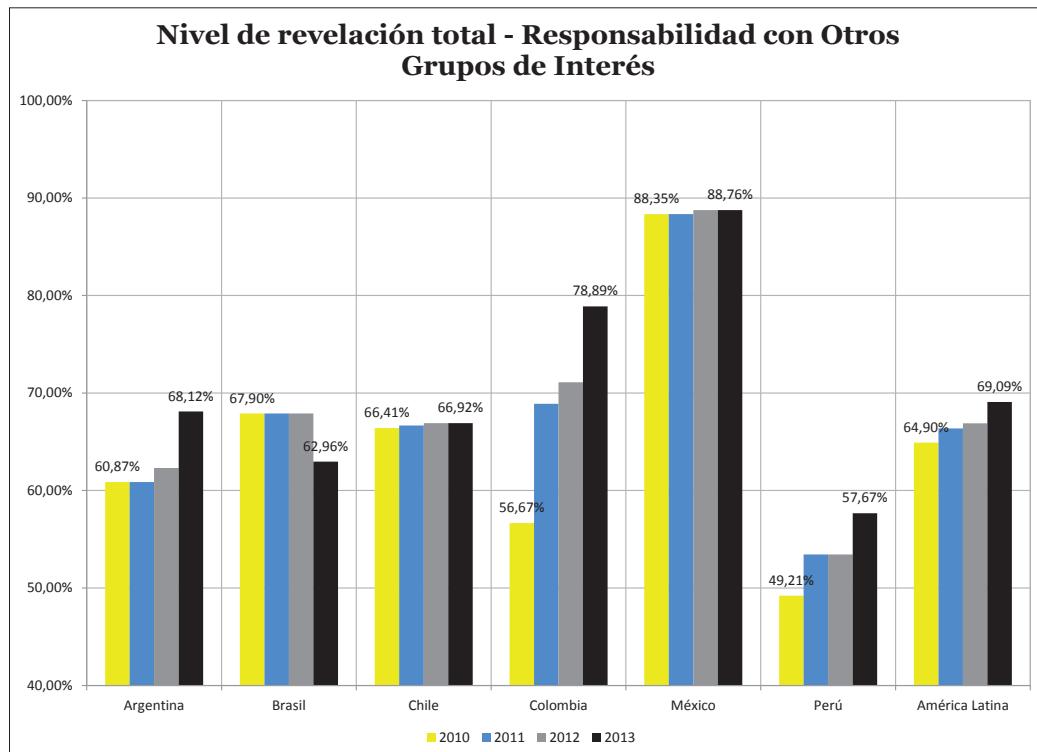
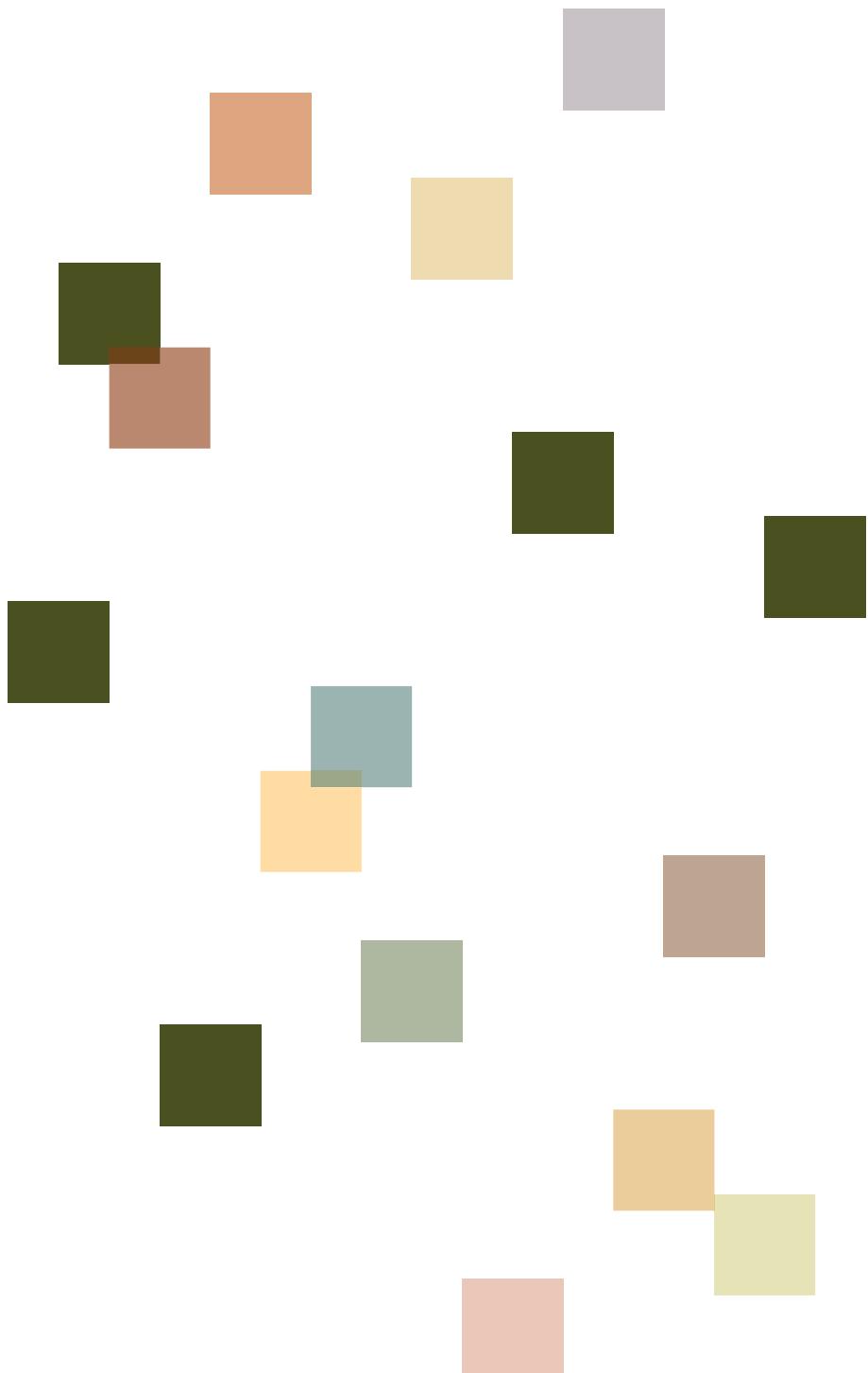
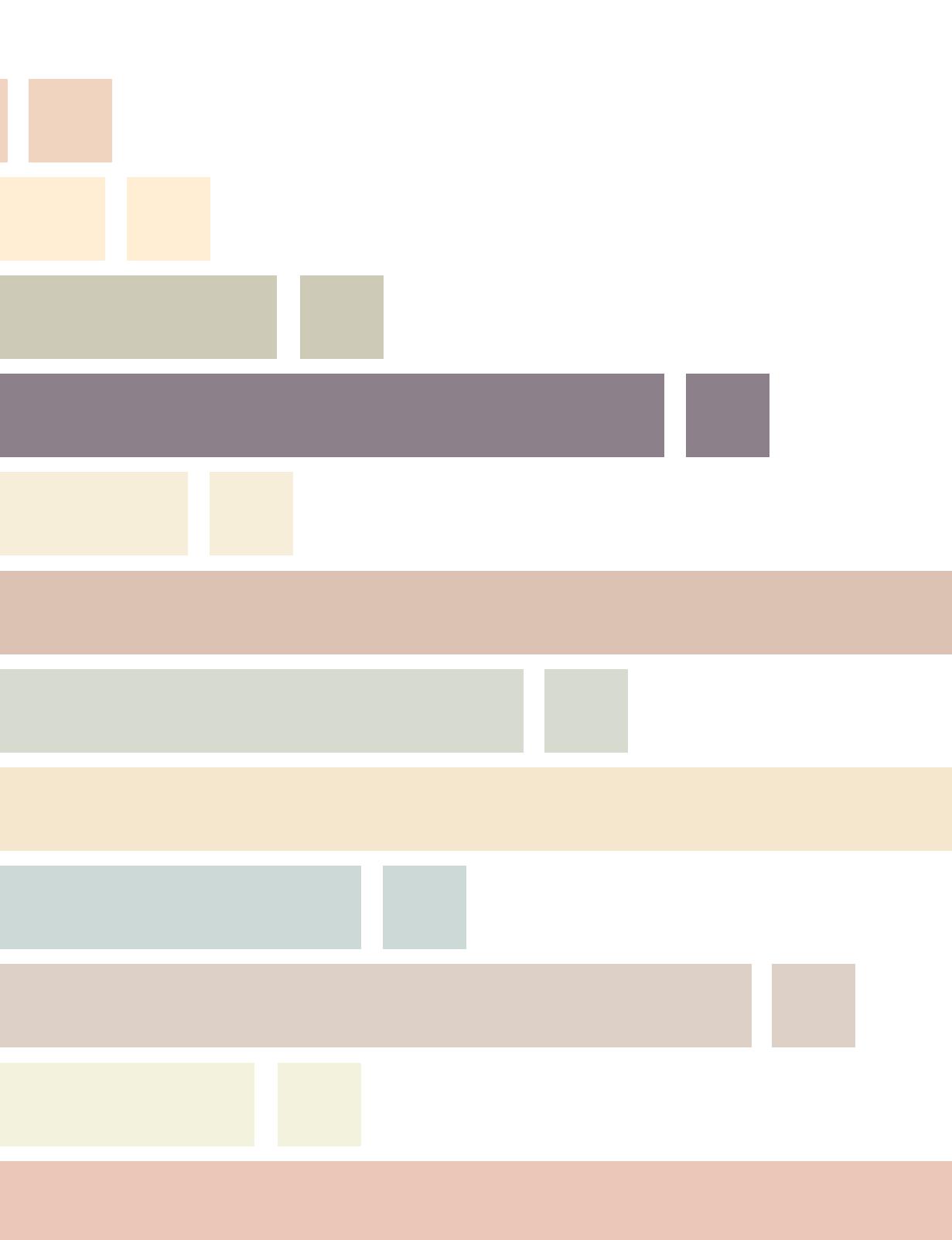


GRÁFICO 11. Evolución de la revelación total para el componente de Responsabilidad con Otros Grupos de Interés







4. Colombia



4.1. Generalidades

Como se discutió previamente, Colombia ha mostrado una evolución en su mercado de capitales en términos de capitalización bursátil, lo que lo hace un mercado cada vez más representativo para el país y la región. Actualmente cuenta con la cuarta bolsa en términos de capitalización bursátil, después de las bolsas de Brasil, México y Chile. Además, viene realizando diferentes esfuerzos de integración económica.

Por ejemplo, es uno de los países fundadores del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). El MILA resulta de un acuerdo firmado en el año 2009 entre la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Valores de Lima, y busca fomentar el crecimiento de la actividad bursátil en estos países. El 30 de mayo de 2011 el MILA entró en operación. Posteriormente, en diciembre de 2014 se oficializó la entrada de México a este mercado integrado. Inversionistas e intermediarios de Chile, Colombia, Perú y México pueden comprar y vender las acciones de las tres plazas bursátiles simplemente a través de un intermediario local. Lo anterior espera generar mayor liquidez a los activos listados en cada una de estas plazas bursátiles.

Además, Colombia pertenece, junto con México, Chile y Perú, a la Alianza del Pacífico, en la que Panamá participa en calidad de miembro observador. Esta alianza busca la integración de las economías y, por ende, la libre circulación de bienes, servicios, capitales y personas. El objetivo primordial es lograr mayor crecimiento y competitividad, y adelantar acciones para profundizar relaciones económicas con la región Asia-Pacífico. Estos son tan solo algunos ejemplos, pero los tratados de libre comercio y el crecimiento de la inversión extranjera en el país, que ha convertido a Colombia en el tercer mayor receptor de inversión extranjera directa en la región, después de Brasil y Chile, hacen relevante el análisis de las prácticas de gobierno corporativo para las empresas colombianas y su comparación con las prácticas que se evidencian en las empresas de la región.

La revelación de información entre las empresas más bursátiles en el país ha mejorado ostensiblemente en los últimos cuatro años y ha mostrado una tendencia creciente de manera pronunciada. El índice de revelación a través de los informes de gestión pasó de 38,5% a 58%, mostrando una variación en términos absolutos de 19.5 puntos porcentuales. De igual manera, el índice de revelación total, que recoge la información revelada por la empresa en otro tipo de informes y a través de diferentes fuentes de información, pasó de 47,1% a 70,9%, con una variación en términos absolutos de 23.8 puntos porcentuales. Estas variaciones están lejos de ser comparables con las que se evidencian en los demás países de la región, y muestran un avance importante en la transparencia de las empresas colombianas.

Es interesante resaltar que Colombia replica el patrón observado en la muestra general al considerar el informe de gestión una herramienta útil para reducir las asimetrías de información entre los administradores y accionistas controlantes, y los demás grupos de interés de la empresa. Finalmente, el informe de gestión recoge el 80% de la información que revelan las empresas.

TABLA 1. Evolución de la revelación de información en Colombia para empresas de alta y media bursatilidad

COLOMBIA - ALTA Y MEDIA BURSATILIDAD COMPONENTES DEL ÍNDICE		INFORMES DE GESTIÓN		
		2010	2011	2012
1	Junta directiva	0,238	0,346	0,425
2	Resumen ejecutivo	0,889	0,933	0,978
3	Información de la empresa	0,324	0,410	0,505
4	Gobierno corporativo	0,208	0,296	0,371
5	Responsabilidad corporativa	0,413	0,513	0,553
6	Informe económico	0,667	0,678	0,733
7	Gestión de riesgos	0,411	0,489	0,567
8	Dimensión social	0,271	0,367	0,457
9	Responsabilidad con otros grupos de interés	0,522	0,656	0,689
Total		0,385	0,469	0,539
Número de empresas		30	30	30

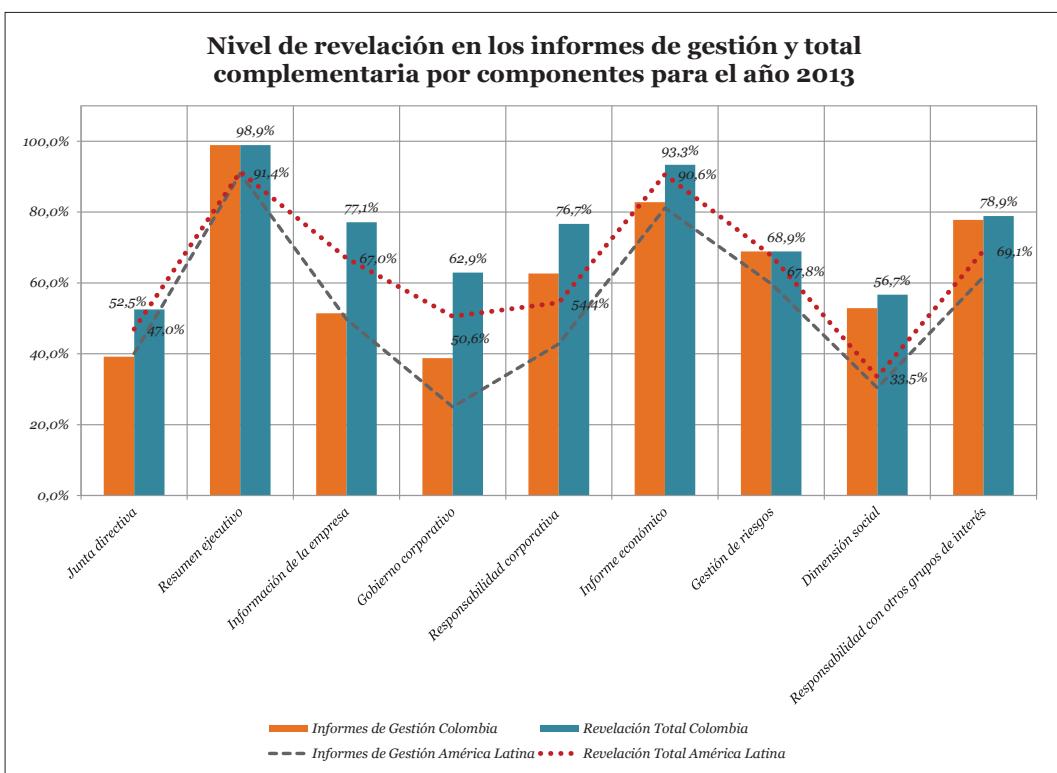
Respecto a los componentes del índice, el aspecto de mayor revelación en las empresas colombianas es el informe ejecutivo, seguido del informe económico y la responsabilidad con otros grupos de interés. La información de la empresa aparece en el cuarto lugar y se convierte en un aspecto en el cual las empresas colombianas han trabajado en los últimos años de manera decidida, mostrando un incremento en términos absolutos de 30.5 puntos porcentuales (cuando se tiene en cuenta la variación que presenta en el índice de revelación total). Además, en el quinto lugar, y dentro de los componentes de mayor revelación (revelación por encima del promedio del país), está el de la responsabilidad social corporativa.

Todos los componentes aún no mencionados se ubican por debajo del promedio de revelación en el país y representan aquellos en los que más oportunidades de mejora tienen las empresas colombianas. Estos son: junta directiva, gobierno corporativo, gestión de riesgos y dimensión social. Dentro de estos, el de menor revelación es el de juntas directivas. Es aquí donde más oportunidades se presentan en nuestro país para reducir la opacidad empresarial. El componente

	DIFERENCIA	REVELACIÓN TOTAL				DIFERENCIA
2013	2013-2010	2010	2011	2012	2013	2013-2010
0,392	0,154	0,283	0,396	0,463	0,525	0,242
0,989	0,100	0,889	0,933	0,978	0,989	0,100
0,514	0,190	0,467	0,562	0,643	0,771	0,305
0,388	0,179	0,371	0,446	0,513	0,629	0,258
0,627	0,213	0,540	0,600	0,660	0,767	0,227
0,828	0,161	0,778	0,828	0,867	0,933	0,156
0,689	0,278	0,422	0,489	0,567	0,689	0,267
0,529	0,257	0,290	0,376	0,500	0,567	0,276
0,778	0,256	0,567	0,689	0,711	0,789	0,222
0,580	0,195	0,471	0,552	0,621	0,709	0,238
30	30	30	30	30	30	30

de junta directiva muestra un índice de revelación a través de informes de gestión de 39,2%, y un índice de revelación total de 52,5%. Además, el componente de gobierno corporativo muestra igualmente índices de revelación muy bajos, de tan solo 38,8% en informes de gestión, y de 62,9% en el índice de revelación total. Otro componente que preocupa por su bajo nivel de revelación es el de dimensión social y lo relacionado con el bienestar de los trabajadores, el cual presenta índices inferiores al 55%, muy bajo para el grupo de empresas más bursátiles en el país, que alcanzan un índice de revelación total de 70,9%.

En el gráfico 1 se comparan los índices de revelación a través de informes de gestión y de revelación total para cada componente en Colombia y América Latina. Los porcentajes reportados obedecen al índice de revelación total. El gráfico muestra que en todos los componentes en general las empresas colombianas están, en promedio, por encima de la revelación en la región. Sin embargo, en componentes como el de junta directiva, informe económico y gestión de riesgos, el nivel de revelación es muy similar.

GRÁFICO 1. Revelación en Colombia y América Latina por componentes para el año 2013

4.2. Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes

Como se hace evidente en tabla 2, la cual desagrega cada uno de los componentes del índice en los diferentes aspectos que los conforman, todas las empresas en Colombia incluyen un resumen general de las operaciones del año y un resumen de la información financiera más relevante para los accionistas y otros grupos de interés. Además, la mayoría de ellas incluye una carta de presentación a los accionistas, un resumen del balance general y el estado de resultados, un informe sobre la evolución de la acción en el mercado de capitales, e indicadores

financieros para poder evaluar la gestión de la empresa en el año reportado. Lo anterior es lo que permite que el resumen ejecutivo y el informe económico sean los componentes de mayor revelación en el país.

Por otra parte, los aspectos de menor revelación están relacionados con los componentes de gobierno corporativo y juntas directivas. Al analizar las cifras del índice de revelación total para el componente de juntas directivas en el año 2013, se hace evidente que las empresas colombianas siempre informan los nombres de las personas que conforman este órgano de gobierno. Sin embargo, solo el 13,3% proporciona información respecto a la manera en como selecciona a sus miembros de junta, y solo el 20% de las empresas revelan la asistencia a las reuniones de sus directores y la remuneración que reciben por las tareas de asesoría y supervisión que desarrollan en este rol. Además, tan solo la mitad de las empresas dan información respecto a las personas que conforman los comités que apoyan la labor de la junta directiva. Por otra parte, 36,7% de las empresas colombianas analizadas no revela información sobre los perfiles de sus directores, y el 16,7% no los clasifica entre independientes o externos, e internos.

El gráfico 2 reporta la revelación promedio en Colombia sobre los diferentes elementos del componente de junta directiva, y además la compara con la revelación promedio en la región. El gráfico permite ver que la información que proveen las empresas colombianas sobre la remuneración de los miembros de junta directiva y la manera en que se seleccionan y eligen los directores es inferior a la revelación que se realiza sobre estos aspectos en la región. Sin embargo, la revelación sobre estos elementos para América Latina y Colombia es muy baja. En el mismo gráfico se hace evidente que las empresas colombianas, en comparación con el promedio de las empresas de América Latina, reportan con mayor frecuencia el carácter interno o externo de sus directores, el perfil de los mismos y los nombres de los comités que soportan el trabajo de la junta directiva.

Respecto al componente de gobierno corporativo, la totalidad de las empresas en el año 2013 presenta su código de buen gobierno y su informe anual de gobierno corporativo. No obstante, tan solo el 10% presenta la estructura de control externo diseñada para mitigar los conflictos de intereses y las pérdidas económicas; escasamente el 36,7% informa sobre los procesos de selección y política de remuneración de sus altos directivos; y apenas el 43,3% informa sobre las estructuras de control interno diseñadas para salvaguardar los intereses de los inversores y otros grupos relacionados con la empresa. A pesar de los bajos niveles de revelación en estos elementos, el gráfico 3 muestra cómo la revelación de las empresas colombianas en estos aspectos es siempre mayor al promedio en la región.

TABLA 2. Evolución de la revelación de información en Colombia para empresas de alta y media bursatilidad

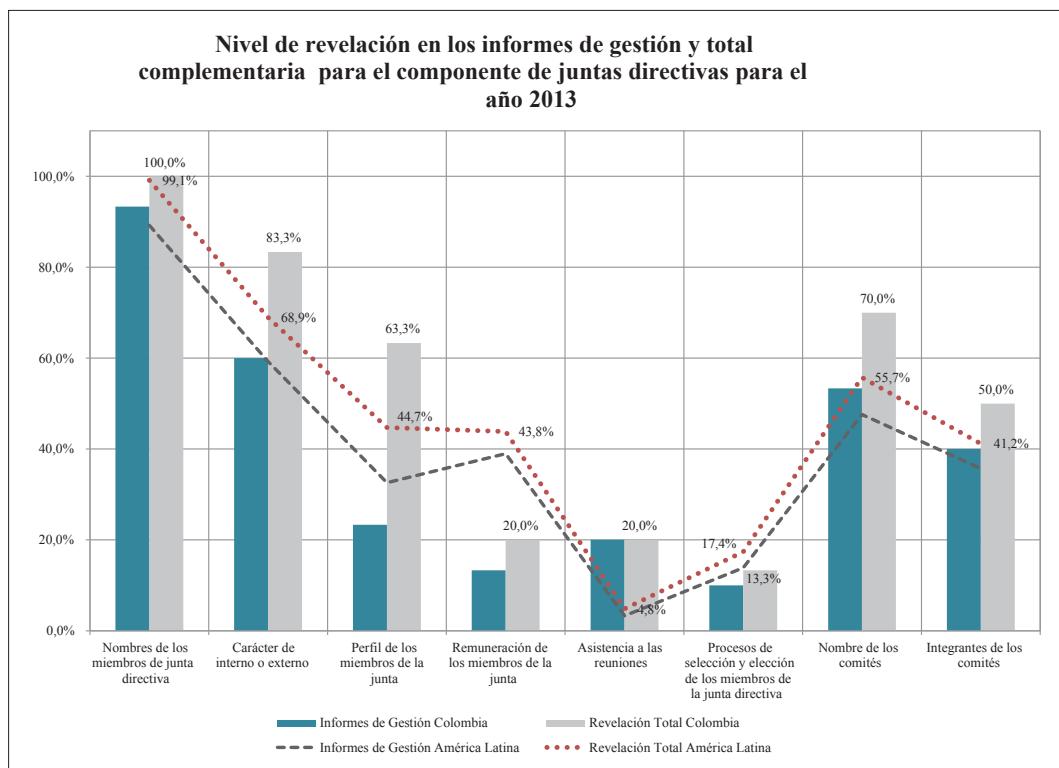
COLOMBIA - ALTA Y MEDIA BURSATILIDAD COMPONENTES Y PREGUNTAS DEL ÍNDICE		INFORMES
		2010
1	JUNTA DIRECTIVA	0,238
1,1	Nombres de los miembros de junta directiva	0,933
1,2	Carácter de interno o externo	0,267
1,3	Perfil de los miembros de la junta	0,067
1,4	Remuneración de los miembros de la junta	0,067
1,5	Asistencia a las reuniones	0,133
1,6	Procesos de selección y elección de los miembros de la junta directiva	0,033
1,7	Nombre de los comités	0,233
1,8	Integrantes de los comités	0,167
2	RESUMEN EJECUTIVO	0,889
2,1	Resumen general de la operación del año	1,000
2,2	Resumen de la información financiera	0,900
2,3	Carta a los accionistas	0,767
3	INFORMACIÓN DE LA EMPRESA	0,324
3,1	Perfil de la empresa	0,600
3,2	Estructura organizacional	0,233
3,3	Historia	0,000
3,4	Marco estratégico	0,300
3,5	Misión	0,333
3,6	Visión	0,300
3,7	Certificaciones y acreditaciones	0,500
4	GOBIERNO CORPORATIVO	0,208
4,1	Código de buen gobierno	0,367
4,2	Estructura de gobierno	0,267
4,3	Informe anual de gobierno corporativo	0,333
4,4	Cumplimiento del código de buen gobierno	0,100
4,5	Procesos de selección y política de remuneración de altos directivos	0,067
4,6	Estructura de control interno	0,267
4,7	Estructura de control externo	0,033
4,8	Transparencia y anticorrupción (manual conflictos de int., p.e.)	0,233

DE GESTIÓN			REVELACIÓN TOTAL			
2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
0,346	0,425	0,392	0,283	0,396	0,463	0,525
0,933	1,000	0,933	0,933	0,967	1,000	1,000
0,533	0,633	0,600	0,400	0,667	0,767	0,833
0,133	0,233	0,233	0,233	0,333	0,400	0,633
0,033	0,100	0,133	0,067	0,033	0,100	0,200
0,133	0,200	0,200	0,133	0,133	0,200	0,200
0,033	0,100	0,100	0,033	0,033	0,100	0,133
0,567	0,633	0,533	0,300	0,600	0,633	0,700
0,400	0,500	0,400	0,167	0,400	0,500	0,500
0,933	0,978	0,989	0,889	0,933	0,978	0,989
0,933	1,000	1,000	1,000	0,933	1,000	1,000
0,933	1,000	1,000	0,900	0,933	1,000	1,000
0,933	0,933	0,967	0,767	0,933	0,933	0,967
0,410	0,505	0,514	0,467	0,562	0,643	0,771
0,733	0,733	0,733	0,633	0,767	0,800	0,867
0,300	0,500	0,533	0,333	0,433	0,567	0,733
0,100	0,167	0,167	0,267	0,367	0,400	0,567
0,433	0,567	0,700	0,367	0,467	0,633	0,800
0,367	0,433	0,333	0,600	0,667	0,700	0,800
0,367	0,433	0,367	0,533	0,633	0,667	0,767
0,567	0,700	0,767	0,533	0,600	0,733	0,867
0,296	0,371	0,388	0,371	0,446	0,513	0,629
0,433	0,600	0,600	0,633	0,667	0,833	1,000
0,367	0,567	0,533	0,333	0,400	0,600	0,600
0,467	0,600	0,600	0,667	0,767	0,867	1,000
0,200	0,233	0,300	0,367	0,467	0,500	0,700
0,200	0,167	0,167	0,100	0,233	0,200	0,367
0,267	0,300	0,300	0,367	0,367	0,400	0,433
0,100	0,033	0,033	0,033	0,100	0,033	0,100
0,333	0,467	0,567	0,467	0,567	0,667	0,833

TABLA 2. (Continuación) Evolución de la revelación de información en Colombia para empresas de alta y media bursatilidad

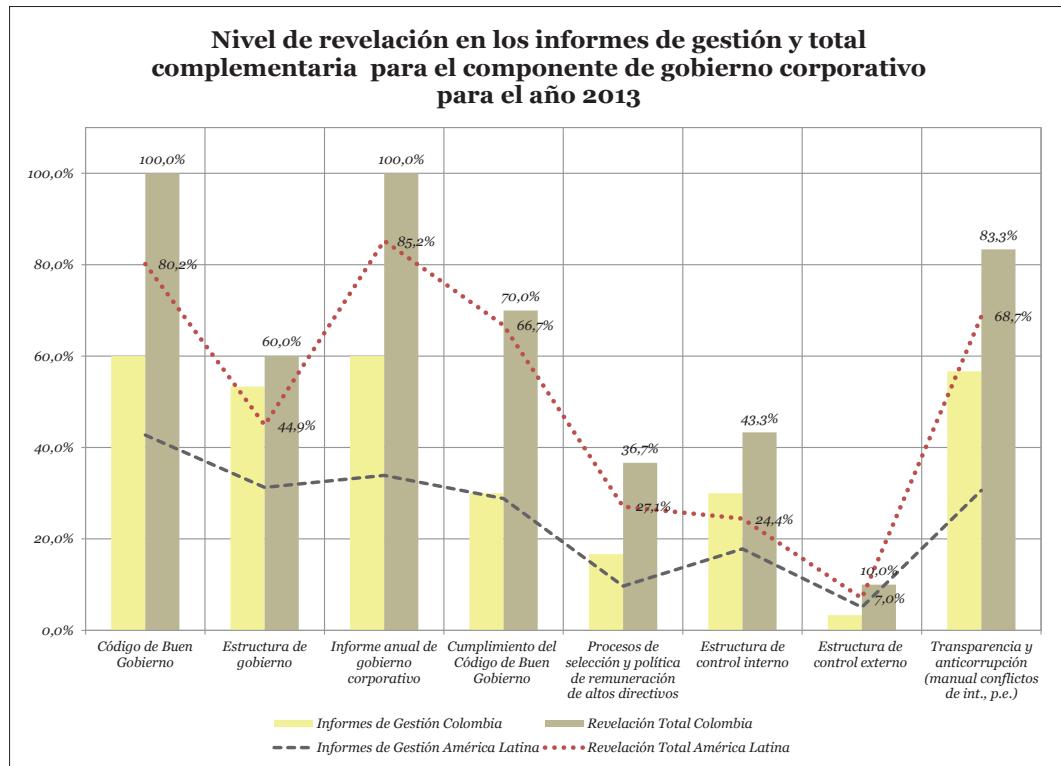
COLOMBIA - ALTA Y MEDIA BURSATILIDAD COMPONENTES Y PREGUNTAS DEL ÍNDICE		INFORMES
		2010
5	RESPONSABILIDAD CORPORATIVA	0,413
5,1	Relacionamiento con grupos de interés	0,600
5,2	Resultados de la RSE con grupos de interés	0,433
5,3	Reporte de sostenibilidad	0,300
5,4	Proyectos de protección ambiental	0,400
5,5	Inversiones ambientales	0,333
6	INFORME ECONÓMICO	0,667
6,1	Resumen de estado de resultados	0,800
6,2	Resumen de balance general	0,800
6,3	Indicadores financieros	0,800
6,4	Rendimiento de inversiones	0,667
6,5	Ejecución presupuestal	0,433
6,6	Evolución de la acción en el mercado	0,500
7	GESTIÓN DE RIESGOS	0,411
7,1	Identificación de riesgos	0,500
7,2	Mapa de riesgos	0,167
7,3	Asuntos legales	0,567
8	DIMENSIÓN SOCIAL	0,271
8,1	Atracción y retención de talento humano	0,400
8,2	Perfil y clasificación de trabajadores (tablas salariales)	0,300
8,3	Gestión de la cultura y el ambiente laboral	0,267
8,4	Clima organizacional	0,300
8,5	Proyectos de bienestar para los trabajadores	0,333
8,6	Salud ocupacional	0,233
8,7	Ausentismo laboral	0,067
9	RESPONSABILIDAD CON OTROS GRUPOS DE INTERÉS	0,522
9,1	Relación con los proveedores	0,400
9,2	Relación con los accionistas	0,500
9,3	Relación con los clientes y los productos	0,667
TOTAL		0,385
Número de empresas		30

DE GESTIÓN			REVELACIÓN TOTAL			
2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
0,513	0,553	0,627	0,540	0,600	0,660	0,767
0,667	0,667	0,800	0,733	0,733	0,767	0,933
0,533	0,600	0,667	0,567	0,600	0,700	0,767
0,533	0,400	0,467	0,533	0,700	0,667	0,767
0,500	0,600	0,700	0,467	0,567	0,633	0,767
0,333	0,500	0,500	0,400	0,400	0,533	0,600
0,678	0,733	0,828	0,778	0,828	0,867	0,933
0,767	0,767	0,800	0,967	1,000	0,967	0,967
0,767	0,767	0,833	0,967	1,000	0,967	0,967
0,800	0,900	0,933	0,800	0,833	0,900	0,933
0,733	0,800	0,933	0,667	0,733	0,800	0,933
0,533	0,667	0,833	0,433	0,533	0,667	0,833
0,467	0,500	0,633	0,833	0,867	0,900	0,967
0,489	0,567	0,689	0,422	0,489	0,567	0,689
0,667	0,733	0,800	0,533	0,667	0,733	0,800
0,200	0,433	0,600	0,167	0,200	0,433	0,600
0,600	0,533	0,667	0,567	0,600	0,533	0,667
0,367	0,457	0,529	0,290	0,376	0,500	0,567
0,533	0,600	0,800	0,433	0,567	0,667	0,833
0,400	0,500	0,533	0,300	0,400	0,533	0,567
0,300	0,500	0,567	0,300	0,333	0,567	0,633
0,367	0,433	0,533	0,333	0,367	0,467	0,567
0,467	0,533	0,533	0,367	0,467	0,600	0,600
0,333	0,467	0,533	0,233	0,333	0,500	0,567
0,167	0,167	0,200	0,067	0,167	0,167	0,200
0,656	0,689	0,778	0,567	0,689	0,711	0,789
0,533	0,533	0,633	0,433	0,533	0,533	0,633
0,633	0,633	0,767	0,567	0,700	0,700	0,800
0,800	0,900	0,933	0,700	0,833	0,900	0,933
0,469	0,539	0,580	0,471	0,552	0,621	0,709
30	30	30	30	30	30	30

GRÁFICO 2. Revelación en Colombia y América Latina sobre juntas directivas en el año 2013

Al mismo tiempo, deja en evidencia cómo la revelación sobre la estructura de gobierno, de control interno y externo, y los procesos de selección y política de remuneración de los altos directivos son aspectos en los que las empresas colombianas deben mejorar.

A parte de estos componentes directamente relacionados con el gobierno corporativo de las empresas, la dimensión social incluye aspectos de baja revelación, como el ausentismo laboral, información sobre la salud ocupacional en la empresa, el clima organizacional, el perfil y clasificación de los trabajadores, y proyectos para mejorar su bienestar y calidad de vida. Entre otros aspectos sobre los que pueden mejorar las empresas colombianas, está el revelar políticas de relación con sus proveedores, aspectos relacionados con la gestión de riesgos legales a los que se enfrentan, el ejercicio de responsabilidad social corporativa a través de inversiones ambientales, e información básica de la empresa relacionada con la historia de la misma.

GRÁFICO 3. Revelación en Colombia y América Latina sobre gobierno corporativo en el año 2013

4.3. Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario

La tabla 3 clasifica las empresas en alta y baja bursatilidad, además de clasificarlas según el accionista controlante. Es necesario realizar la siguiente claridad: las 30 empresas analizadas son las de alta y media bursatilidad, pero para efectos de esta tabla se clasifican como alta o baja bursatilidad. La clasificación sigue el concepto emitido por el Índice de Bursatilidad Accionaria (IBA) de diciembre de 2014 elaborado por la Superintendencia Financiera de Colombia, y se ajusta por la clasificación que realiza la Bolsa de Valores de Colombia de los

emisores al categorizarlos entre alta y baja bursatilidad. Así, dentro de las 30 empresas, 25 se identifican como de alta bursatilidad. Estas empresas revelan sustancialmente más información que las cinco restantes. El índice de revelación total calculado para el 2013 tomando en cuenta empresas de alta bursatilidad asciende al 73,6%, mientras que para el grupo de baja bursatilidad es apenas del 57,2%, lo que implica una diferencia en términos absolutos del 16,4%.

Mejores prácticas de revelación por parte de las empresas parecen estar relacionadas consistentemente con mayores niveles de rotación y liquidez de las acciones que emiten en los mercados de valores. Lo anterior sugiere que empresas más transparentes pueden ser mejor valoradas por los inversionistas y resultan más demandadas en los mercados en los que están listadas. En la sección 4.5 de este capítulo se discutirán los índices de revelación que se evidencian al analizar un subconjunto de empresas que son clasificadas por el IBA de diciembre de 2014 como de baja, mínima y nula bursatilidad, análisis que permitirá sustentar aún más estas afirmaciones.

Al clasificar las empresas según el accionista mayoritario, es claro que las empresas controladas por el Estado son aquellas con mayores niveles de revelación en Colombia. El índice de revelación a través de informes de gestión para el 2013 es de 75,2% (comparado con un promedio de 58% para Colombia), y el índice de revelación total es del 86,8% (comparado con un promedio de 70,9% para Colombia). Esto demuestra buenas prácticas de rendición de cuentas por parte de las empresas controladas por el Estado. De este subgrupo es necesario resaltar que sus empresas son las únicas con un promedio de revelación mayor al general del país, lo que sugiere que son las empresas que más aportan al buen posicionamiento de Colombia en la región en términos de revelación. Sin embargo, los demás grupos tampoco están muy por debajo del promedio general.

Al igual que sucede en la región, las empresas con menor nivel de revelación según el accionista mayoritario en Colombia son aquellas cuyos accionistas mayoritarios son bancos. Lo anterior es consistente con fuentes alternativas de financiación provistas por el accionista mayoritario, y menor dependencia de recursos provistos por el mercado de capitales en general.

4.4. Revelación por sectores productivos

Al analizar la transparencia de las empresas por sectores se encuentran algunos líderes en revelación de información, como el de transporte, almacenamiento y telecomunicaciones, con un índice de revelación total para el año 2013 del 83%; y el de suministro de electricidad, gas y agua, con un índice de revelación total promedio del 78,4% para el año 2013. Otro sector con buenas prácticas de revelación de información es el de comercio al por mayor y al por menor, con un índice de 73%.

De igual manera, las firmas de inversión o empresas *holding*, a diferencia de lo que podría esperarse, presentan un índice de revelación total superior al promedio y equivalente a 72,7%. Estudios académicos sugieren falta de transparencia en las empresas pertenecientes a grupos económicos, y especialmente aquellas que ocupan un lugar central en la estructura de propiedad de las empresas afiliadas. Morck, Wolfenzon y Yeung (2005) reseñan problemas de gobierno corporativo en grupos económicos. Sin embargo, la supervisión ejercida por la Superintendencia Financiera como ente regulador, y la adopción voluntaria de buenas prácticas a nivel empresa llevan a una transparencia mayor a la esperada para estas empresas en el país.

Dentro de los sectores rezagados están el de industrias manufactureras, construcción y servicios financieros, con índices de revelación total promedio para el 2013 de 64,7%, 66,7% y 67,3% respectivamente. Las empresas pertenecientes a estos sectores pueden contribuir a la reducción de las asimetrías de información y al desarrollo del mercado de capitales colombiano adoptando mejores estándares de revelación de información.

Para determinar cuáles son los sectores que mayor contribución han realizado en el proceso de mejoramiento de las prácticas de transparencia corporativa en Colombia, es pertinente realizar un análisis de la evolución de la revelación de las empresas de cada sector en el país, en comparación con sus pares en los demás países y segmentos de mercado analizados. Como puede verse en el gráfico 4, para el caso del sector de servicios financieros, las empresas colombianas eran las que menor transparencia exhibían en el año 2010. No obstante, en el año 2012 ya estaban ubicadas en el promedio de revelación de la región y por encima de sus

TABLA 3. Revelación de información en Colombia para empresas de alta y media bursatilidad, según la bursatilidad de la empresa y la identidad del accionista mayoritario

COLOMBIA - ALTA Y MEDIA BURSATILIDAD BURSATILIDAD	INFORMES DE GESTIÓN		
	2010	2011	2012
Baja			
Número de empresas	5	5	5
Índice de revelación	0,216	0,380	0,452
Alta			
Número de empresas	25	25	25
Índice de revelación	0,419	0,486	0,557
TOTAL	0,385	0,469	0,539
Número de empresas	30	30	30
COLOMBIA - ALTA Y MEDIA BURSATILIDAD IDENTIDAD ACCIONISTA MAYORITARIO	INFORMES DE GESTIÓN		
	2010	2011	2012
Estatal			
Número de empresas	5	5	5
Índice de revelación	0,584	0,688	0,748
Bancos			
Número de empresas	3	3	3
Índice de revelación	0,300	0,367	0,453
Fondos de pensiones u otros institucionales			
Número de empresas	10	10	10
Índice de revelación	0,332	0,454	0,520
Otras empresas domésticas			
Número de empresas	5	5	5
Índice de revelación	0,388	0,392	0,480
Multinacionales			
Número de empresas	7	7	7
Índice de revelación	0,354	0,431	0,497
Familias o empresas familiares			
Número de empresas	0	0	0
Índice de revelación	.	.	.
TOTAL	0,385	0,469	0,539
Número de empresas	30	30	30

	REVELACIÓN TOTAL				
2013	2010	2011	2012	2013	
5	5	5	5	5	
0,432	0,264	0,428	0,504	0,572	
25	25	25	25	25	
0,610	0,512	0,577	0,645	0,736	
0,580	0,471	0,552	0,621	0,709	
30	30	30	30	30	
	REVELACIÓN TOTAL				
2013	2010	2011	2012	2013	
5	5	5	5	5	
0,752	0,628	0,732	0,796	0,868	
3	3	3	3	3	
0,500	0,533	0,547	0,600	0,653	
10	10	10	10	10	
0,544	0,396	0,518	0,602	0,684	
5	5	5	5	5	
0,540	0,452	0,456	0,544	0,664	
7	7	7	7	7	
0,571	0,451	0,543	0,589	0,686	
0	0	0	0	0	
.	
0,580	0,471	0,552	0,621	0,709	
30	30	30	30	30	

TABLA 4. Revelación de información de las empresas por sectores en Colombia para empresas de alta y media bursatilidad

COLOMBIA - ALTA Y MEDIA BURSATILIDAD INDUSTRIA	INFORMES DE GESTIÓN		
	2010	2011	2012
Servicios Financieros			
Número de empresas	6	6	6
Índice de revelación	0,337	0,407	0,483
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura			
Número de empresas	0	0	0
Índice de revelación	.	.	.
Pesca			
Número de empresas	0	0	0
Índice de revelación	.	.	.
Explotación de minas y canteras			
Número de empresas	3	3	3
Índice de revelación	0,407	0,567	0,593
Industrias manufactureras			
Número de empresas	6	6	6
Índice de revelación	0,370	0,487	0,473
Suministro de electricidad, gas y agua			
Número de empresas	5	5	5
Índice de revelación	0,524	0,616	0,676
Construcción			
Número de empresas	3	3	3
Índice de revelación	0,227	0,307	0,447
Comercio al por mayor y al por menor			
Número de empresas	2	2	2
Índice de revelación	0,480	0,480	0,520

	REVELACIÓN TOTAL				
2013	2010	2011	2012	2013	
6	6	6	6	6	
0,537	0,460	0,513	0,583	0,673	
.	
0	0	0	0	0	
.	
0	0	0	0	0	
.	
3	3	3	3	3	
0,573	0,553	0,707	0,713	0,707	
.	
6	6	6	6	6	
0,533	0,447	0,563	0,577	0,647	
.	
5	5	5	5	5	
0,684	0,572	0,668	0,724	0,784	
.	
3	3	3	3	3	
0,460	0,247	0,333	0,467	0,667	
.	
2	2	2	2	2	
0,550	0,650	0,650	0,670	0,730	

TABLA 4. (Continuación) Revelación de información de las empresas por sectores en Colombia para empresas de alta y media bursatilidad

COLOMBIA - ALTA Y MEDIA BURSATILIDAD INDUSTRIA	INFORMES DE GESTIÓN		
	2010	2011	2012
Hoteles y restaurantes			
Número de empresas	0	0	0
Índice de revelación	.	.	.
Transporte, almacenamiento y comunicaciones			
Número de empresas	2	2	2
Índice de revelación	0,380	0,490	0,640
Firmas de inversión (vehículos de inversión)			
Número de empresas	3	3	3
Índice de revelación	0,360	0,353	0,540
Actividades inmobiliarias			
Número de empresas	0	0	0
Índice de revelación	.	.	.
Educación			
Número de empresas	0	0	0
Índice de revelación	.	.	.
Servicios sociales y servicios de salud			
Número de empresas	0	0	0
Índice de revelación	.	.	.
Otras actividades de servicios comunitarios y sociales			
Número de empresas	0	0	0
Índice de revelación	.	.	.
TOTAL	0,385	0,469	0,539
Número de empresas	30	30	30

	REVELACIÓN TOTAL				
2013	2010	2011	2012	2013	
0	0	0	0	0	
.	
2	2	2	2	2	
0,690	0,420	0,540	0,690	0,830	
3	3	3	3	3	
0,660	0,427	0,420	0,600	0,727	
0	0	0	0	0	
.	
0	0	0	0	0	
.	
0	0	0	0	0	
.	
0	0	0	0	0	
.	
0,580	0,471	0,552	0,621	0,709	
30	30	30	30	30	

similares en Chile, Argentina y Brasil al excluir las empresas del Novo Mercado. En el 2013 las empresas colombianas de servicios financieros muestran un índice de revelación total de 67% y, aun cuando están por encima del promedio de revelación en el sector en América Latina, son superadas por sus homólogas mexicanas (70%) y las brasileras pertenecientes al Novo Mercado (81%). En el gráfico 5 se evidencia la evolución de la revelación de las empresas pertenecientes al sector de explotación de minas y canteras en la región. En el año 2010 la revelación total de las empresas colombianas en este sector solo superaba a la realizada por sus pares en Argentina. Sin embargo, desde el 2011 sobrepasa el promedio de revelación del sector en la región y se ubica en un segundo lugar, superada únicamente por las empresas de explotación de minas y canteras brasileras pertenecientes al Novo Mercado.

GRÁFICO 4. Evolución del nivel de revelación de información en el sector de Servicios Financieros

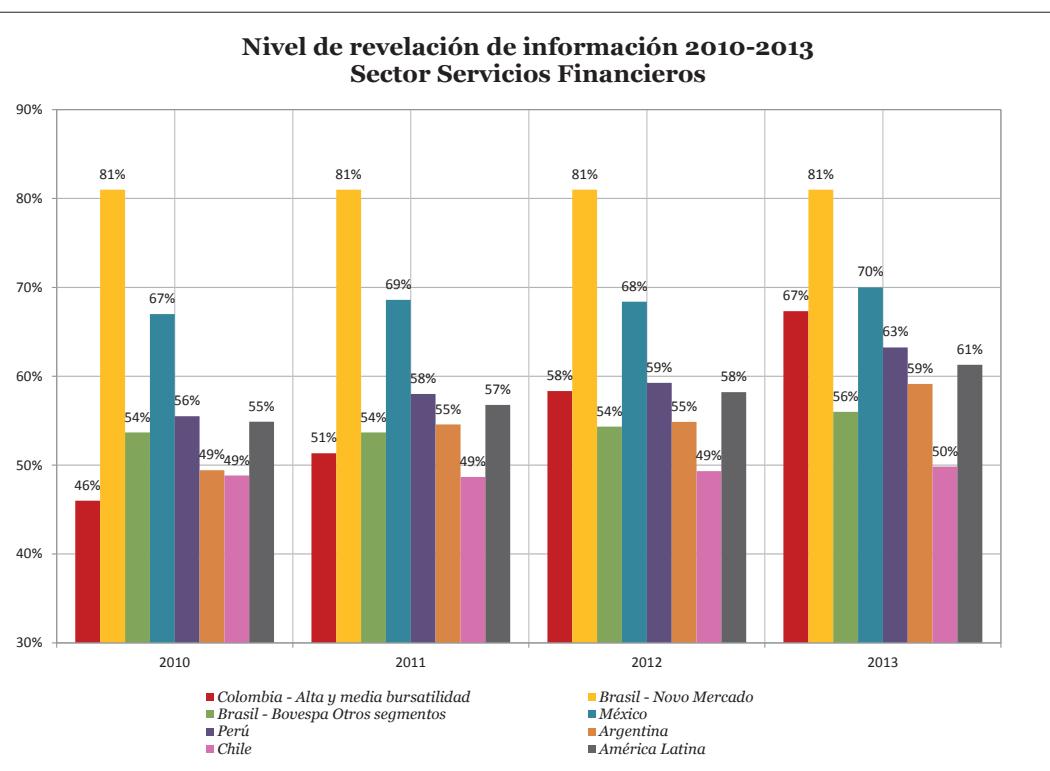
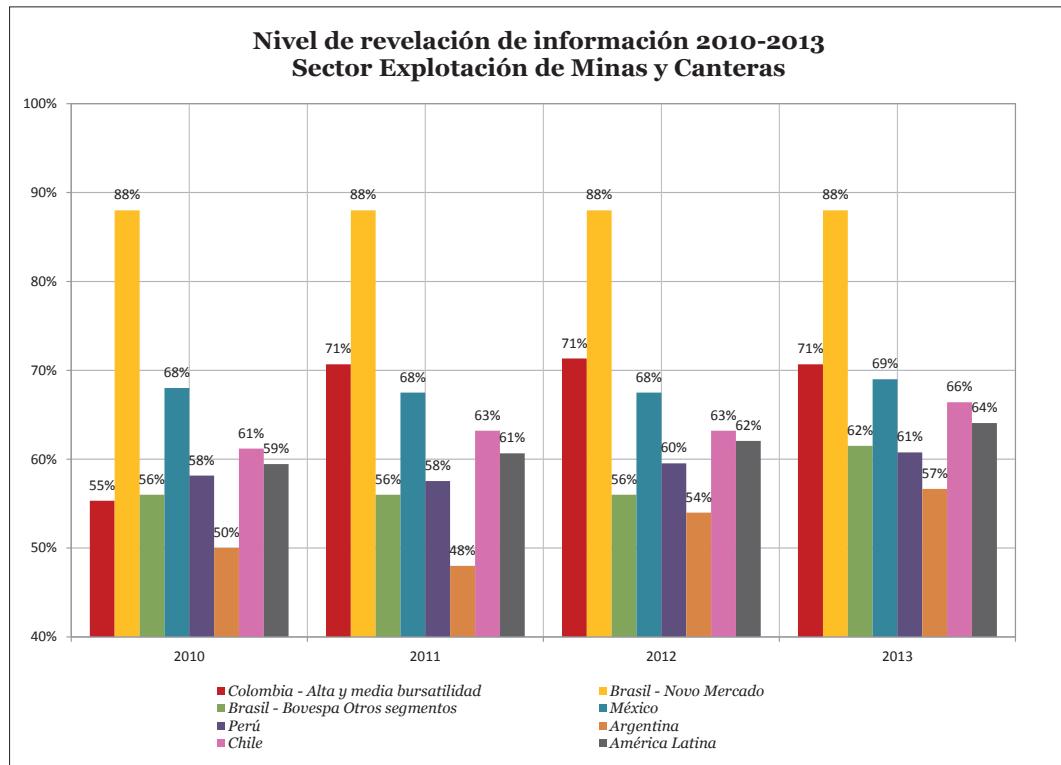
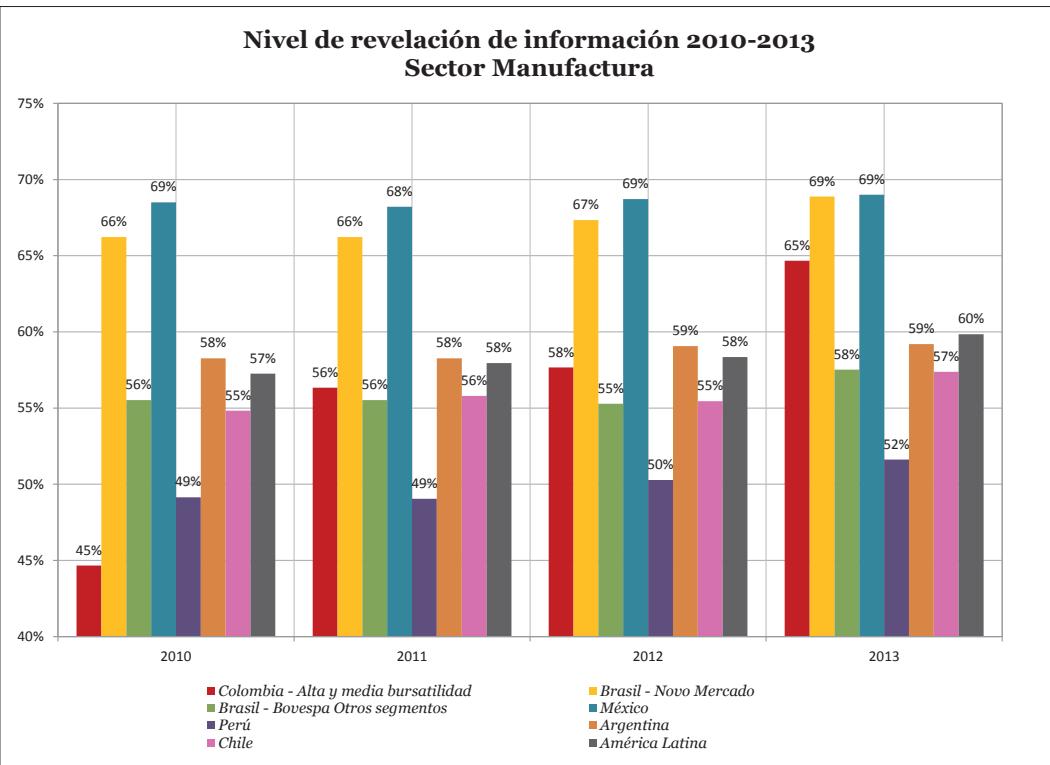


GRÁFICO 5 – Evolución del nivel de revelación de información en el sector de Explotación de Minas y Canteras

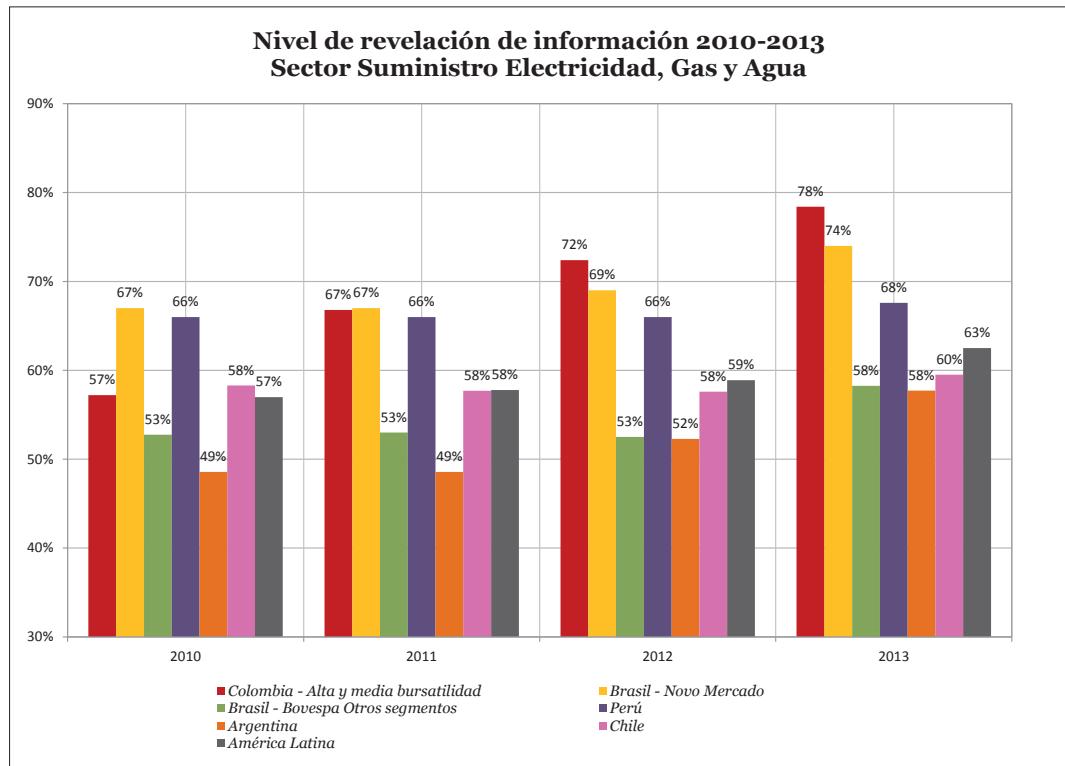
La importante evolución en términos de revelación de las empresas colombianas pertenecientes al sector de manufactura se hace evidente en el gráfico 6. Los niveles de revelación total en el año 2010 de las empresas colombianas en este sector era tan solo del 45%, muy por debajo del promedio regional, y rezagadas de todas las empresas homólogas en los diferentes mercados analizados. Sin embargo, para el año 2013 las empresas manufactureras colombianas exhiben un índice de revelación total promedio de 65%, lo que equivale a una mejora de 20 puntos porcentuales en términos absolutos en el periodo analizado. No obstante, en el segmento brasileño del Novo Mercado y en el mercado accionario mexicano las empresas homólogas superan las colombianas con un índice de revelación total de 69%. Por otra parte, el gráfico 7 muestra cómo las empresas colombianas pertenecientes al sector de suministro de electricidad, gas y agua logran superar el promedio de revelación total en la región desde el año 2011, y se ubican el primer lugar en transparencia desde el año 2012, seguidas por las empresas brasileras del Novo Mercado dedicadas a esta actividad empresarial.

Similar a lo evidenciado en otros sectores, el avance es significativo, ya que en el año 2010 las empresas colombianas del sector únicamente superaban las empresas argentinas y brasileras (excluyendo las de Novo Mercado) dedicadas a la misma actividad.

GRÁFICO 6. Evolución del nivel de revelación de información en el sector Manufactura

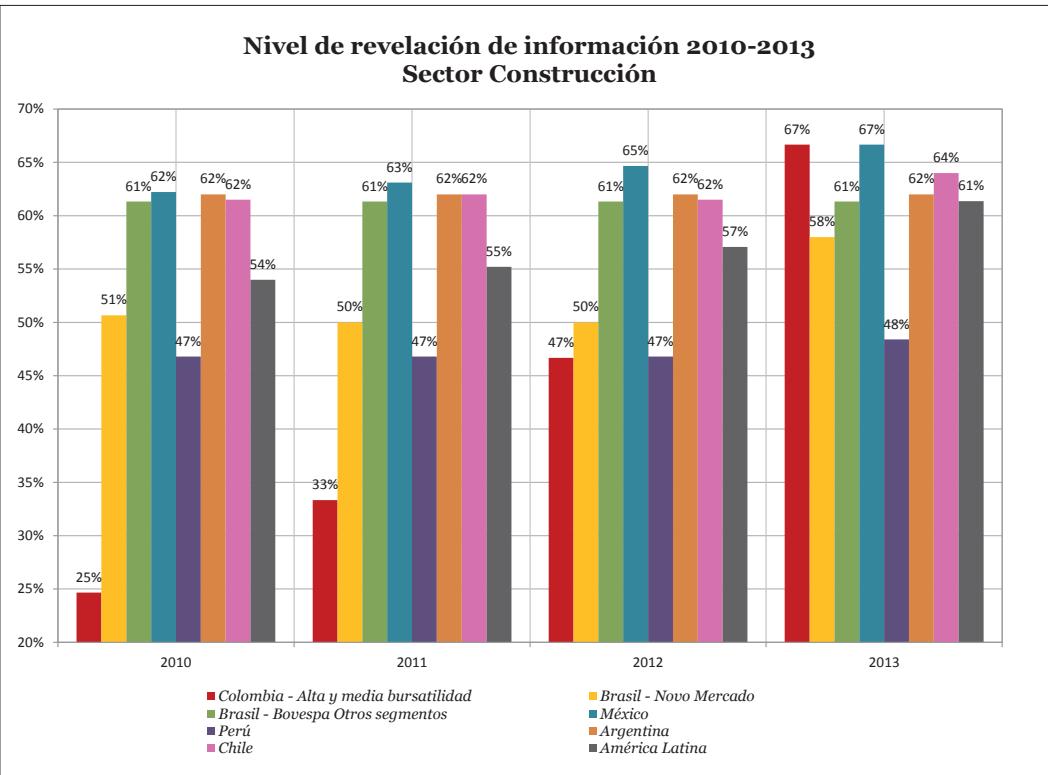


Los avances en el sector de construcción han sido muy significativos, pasando de una revelación total de tan solo el 25% en 2010 a un índice de 67% en el año 2013, tal como se observa en el gráfico 8. En el año 2010 las empresas colombianas del sector de la construcción estaban muy alejadas del promedio de revelación en la región, equivalente a 54%, y lejos de la revelación llevada a cabo por las empresas constructoras peruanas, las segundas más opacas en América Latina, con un índice de revelación total de 47%. A pesar de los esfuerzos y avances que se evidencian en el 2011 y 2012, Colombia seguía aún ocupando el último lugar en revelación en el sector, compartido en el 2012 con las empresas

GRÁFICO 7. Evolución del nivel de revelación de información en el sector de Suministro de Electricidad, Gas y Agua

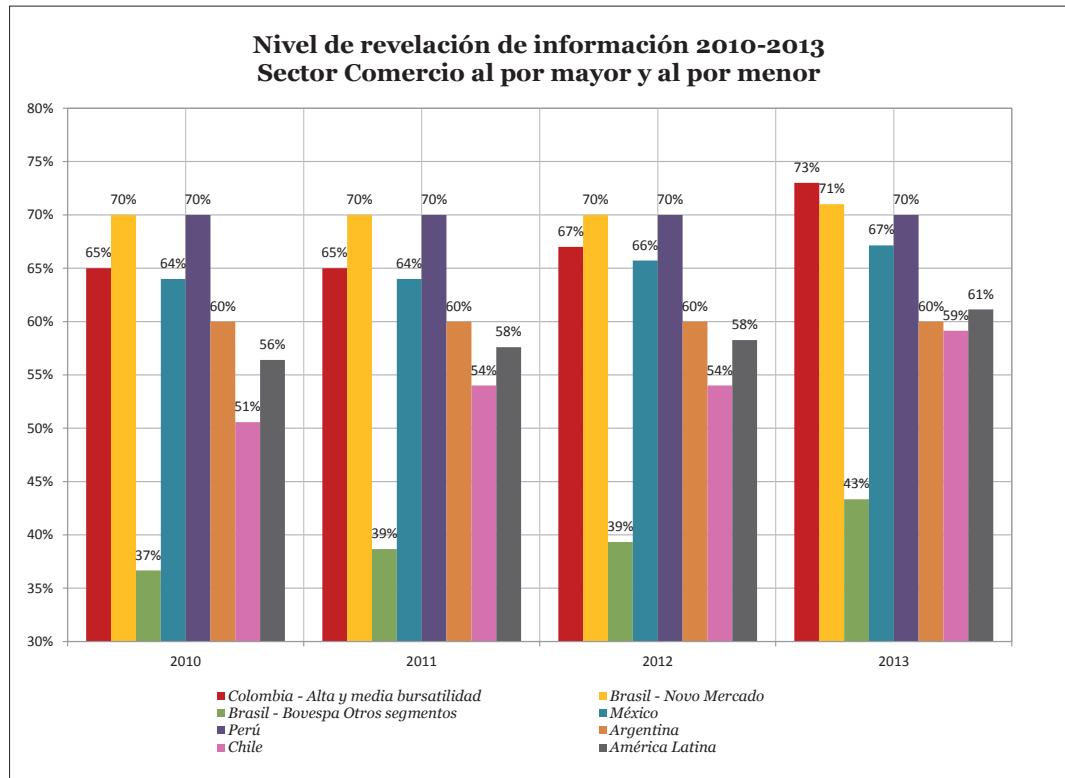
peruanas. En el año 2013 las empresas constructoras colombianas llegan a ser líderes en transparencia corporativa junto con las mexicanas, pasando del último lugar al primero en tan solo un año. En el sector comercio al por mayor y al por menor Colombia ha estado en los primeros lugares de revelación desde el año 2010, tal como lo muestra el gráfico 9. Sin embargo, los avances son evidentes, ya que en el año 2010 las empresas brasileras y peruanas del sector superaban las colombianas. La situación se mantiene igual hasta el año 2013, cuando las empresas colombianas dedicadas al comercio al por mayor y al por menor toman el liderazgo en revelación de información.

El gráfico 10 pone en evidencia un cambio muy pronunciado en la revelación que realizan las empresas colombianas pertenecientes al sector de transporte, almacenamiento y comunicaciones, pasando de un índice de revelación total de 42% en el año 2010, a uno de 83% en el año 2013. Las empresas colombianas del sector pasaron de ser las más opacas a mostrar un liderazgo marcado y una transparencia

GRÁFICO 8. Evolución del nivel de revelación de información en el Sector Construcción

muy superior al promedio de la región en tan solo cuatro años. La revelación total de las empresas colombianas en este sector supera el promedio regional en 22 puntos porcentuales en términos absolutos, y a las empresas peruanas, segundas en revelación en el sector, en 17 puntos porcentuales. Finalmente, el gráfico 11 muestra el comportamiento de la revelación total en las firmas de inversión de los diferentes países incluidos en el estudio. Mientras que en el 2010 las firmas de inversión o empresas *holding* colombianas estaban por debajo de los niveles de transparencia de sus homólogas brasileñas, mexicanas y peruanas, en el año 2013 son superadas únicamente por sus homólogas brasileñas pertenecientes al Novo Mercado.

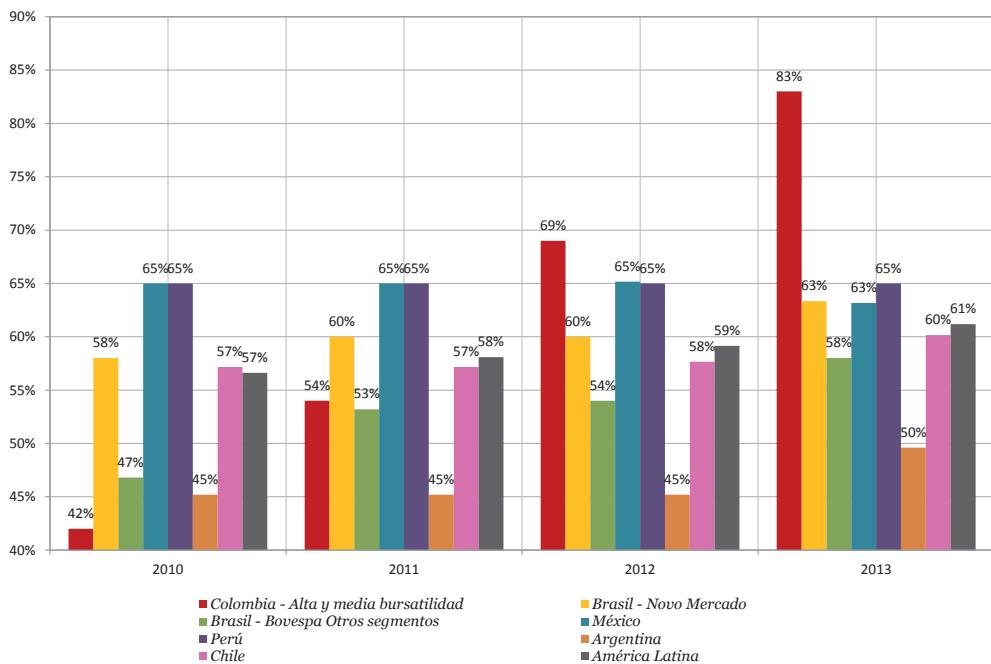
GRÁFICO 9. Evolución del nivel de revelación de información en el Sector Comercio al por Mayor y al por Menor



En general, se observa cómo las empresas colombianas para el año 2013 lideran en transparencia y revelación de información los sectores de suministro de electricidad, gas y agua; construcción; comercio al por menor y al por mayor; y transporte, almacenamiento y comunicaciones. Además, en los sectores de servicios financieros, explotación de minas y canteras y firmas de inversión ocupan el segundo lugar en transparencia corporativa, y en el sector de manufactura el tercer lugar. La tabla 5 presenta los niveles de revelación de información por sector y por país. Se incluyen los ocho sectores analizados previamente, donde las empresas colombianas de alta y media bursatilidad hacen presencia; es decir, en los sectores de interés para el país.

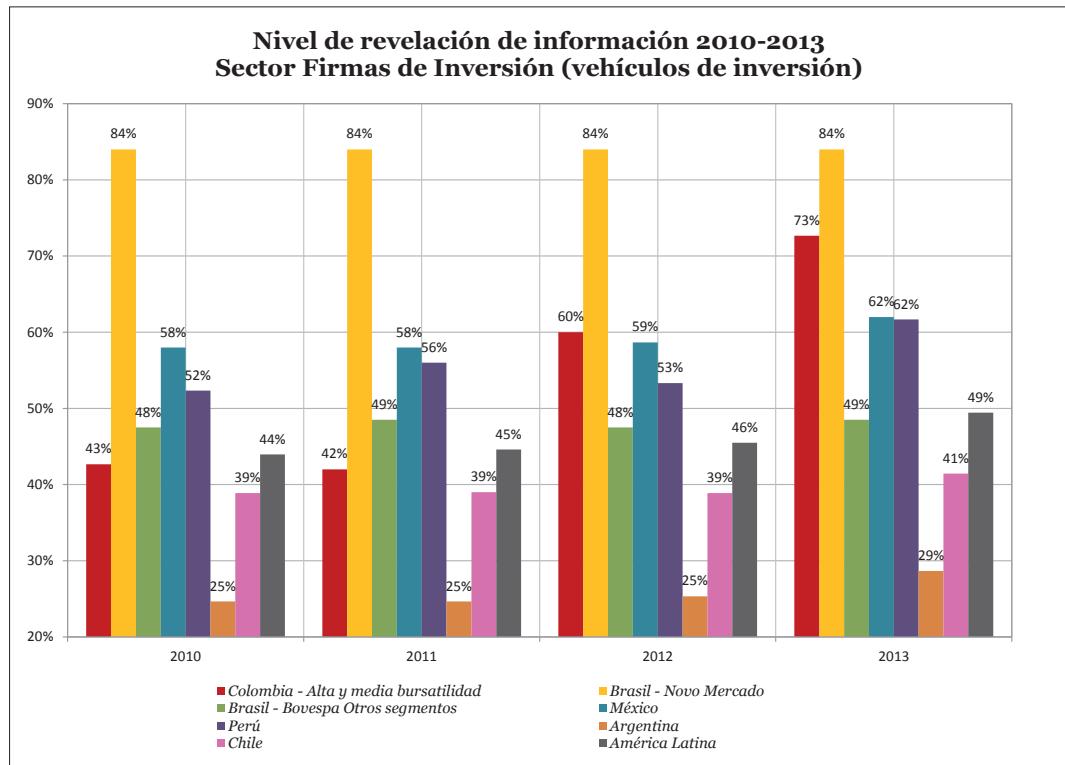
GRÁFICO 10. Evolución del nivel de revelación de información en el Sector Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones

**Nivel de revelación de información 2010-2013
Sector Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones**



4.5. Revelación de las empresas colombianas de baja, mínima y nula bursatilidad

El alto nivel de revelación de las empresas de alta y media bursatilidad en el país lleva a que Colombia se ubique en un nivel privilegiado entre los mercados latinoamericanos en relación con esta práctica de gobierno corporativo. Sin embargo, es necesario tener en cuenta que este posicionamiento obedece a la comparación de la transparencia corporativa entre las empresas listadas en la región. Lo anterior lleva a un cuestionamiento natural: ¿cuáles son las prácticas de revelación de las

GRÁFICO 11. Evolución del nivel de revelación de información en el Sector de Firmas de Inversión

empresas de capital cerrado en la región? Tratando de dar respuesta a este interrogante, buscamos crear una muestra de empresas de capital cerrado para evaluar sus prácticas de revelación, pero en el proceso no pudimos identificar, dentro de este universo de empresas, aquellas con una revelación consistente de informes de gestión y de información a través de las páginas web. Incluso algunas de ellas no cuenta con una página en internet como medio de divulgación para los diferentes grupos de interés.

Una aproximación natural para el caso colombiano está en evaluar las prácticas de revelación en empresas de baja, mínima o nula bursatilidad. Aun cuando estas empresas están listadas, la baja bursatilidad de las acciones emitidas por las mismas hace que la característica misma de estar listadas no proporcione liquidez a su capital accionario, y que las motivaciones detrás de la decisión de listarse no obedezcan a la necesidad o al deseo de obtener financiación por parte de inversionistas en el mercado accionario. Para llevar a cabo este ejercicio, escogimos al azar once empresas que cumplen con esta característica, de las

cuales pudimos obtener los diferentes informes de gestión, y calculamos los dos índices de transparencia. La tabla 6 muestra la revelación de estas empresas en los diferentes componentes del índice.

Como puede evidenciarse en esta tabla, la revelación de las empresas de baja, mínima o nula bursatilidad es marcadamente inferior a la que se evidencia en las empresas de alta y media bursatilidad. Mientras el índice de revelación a través de informes de gestión es del 58% para las empresas más bursátiles, es de tan solo 39,1% para las empresas de baja, mínima y nula bursatilidad. Igual sucede con el índice de revelación total, el cual es del 70,9% para el primer grupo de empresas, y solamente de 52,7% para el segundo. Es más, tal como se discutió en el capítulo anterior, los índices de revelación de las empresas menos bursátiles en Colombia están por debajo de los niveles de revelación de los demás segmentos y países incluidos en este estudio.

Después de la dimensión social o relación con los empleados, el componente de junta directiva es el de menor calificación. Y, de manera similar a lo discutido previamente para la región, la mayor revelación está relacionada con el resumen ejecutivo y el informe económico. Al revisar cada uno de los aspectos que conforman el índice, la tabla 6 muestra que las empresas de baja, mínima y nula bursatilidad no informan sobre la remuneración de sus directores, los procedimientos establecidos para nombrarlos o sobre su nivel de asistencia a las reuniones del órgano de gobierno, ni tampoco dan a conocer las personas que conforman los comités de apoyo de las juntas directivas.

Las tablas 7 y 8 muestran la revelación de las empresas menos bursátiles en el país, clasificándolas por tipo de accionista controlante y por sectores. Nuevamente, las empresas con mayor revelación son aquellas bajo control estatal, mientras que las controladas por bancos, familias y fondos de pensiones u otros inversionistas institucionales muestran baja revelación. Además, al analizar la información por sectores, en el grupo de empresas menos bursátiles las más opacas son las firmas de inversión o empresas holding, con un índice de revelación total de 47% para el año 2013.

4.6. Análisis de la situación de las empresas colombianas en términos de transparencia e implicaciones de política pública

Lo discutido previamente pone en evidencia dos hechos contundentes. Primero, la adopción voluntaria de buenas prácticas de gobierno en las empresas más bursátiles ha llevado a una mejoría en la transparencia de las empresas en Colombia. Los niveles de revelación en el año 2013 superaron los de los demás segmentos de mercado y países evaluados, incluyendo aquellos observados para las empresas pertenecientes al Novo Mercado en Brasil, que regularmente han sido líderes en prácticas de gobierno en la región. Parte de esta adopción voluntaria ha sido propiciada por el programa IR de la Bolsa de Valores de Colombia, que fue creado para mejorar la percepción que inversionistas norteamericanos y europeos tenían de las empresas colombianas al momento de considerarlas como alternativas de inversión. La idea detrás del programa era posicionar a Colombia como un destino atractivo de inversión, y para ello era fundamental mejorar los niveles de transparencia y de comunicación a nivel empresa. Este programa se discutió previamente, en el capítulo anterior, y el lector interesado puede revisarlo a profundidad en el capítulo 11. Los resultados obtenidos en esta investigación sugieren que el programa ha sido exitoso y que el mercado de capitales colombiano se ha beneficiado de esta iniciativa.

Sin embargo, al evaluar las prácticas de revelación de las empresas menos bursátiles surgen de manera natural varias preocupaciones. Primero, y tal como sugiere la literatura, empresas menos transparentes son menos demandadas en los mercados de capitales, y las asimetrías de información entre las empresas y los potenciales inversionistas perjudican el desarrollo de los mercados de capitales. Segundo, si las empresas menos bursátiles son poco transparentes, ¿qué tan severos son los niveles de opacidad corporativa en las empresas de capital cerrado? Esto debe ser un punto al que la Superintendencia de Sociedades debe prestar especial atención. La falta de transparencia por parte de las empresas

dificulta la consecución de fondos para financiar el crecimiento de la empresa y facilita la expropiación de la riqueza de los minoritarios por parte de los accionistas controlantes y la gerencia. Además, empresas menos transparentes pueden evadir impuestos con mayor facilidad, así como verse más involucradas

TABLA 5. Índices de revelación de información por sector y país en América Latina

INDUSTRIA	INFORMES DE GESTIÓN		
	2010	2011	2012
Servicios Financieros			
Colombia - Alta y media bursatilidad	0,337	0,407	0,483
Brasil - Novo Mercado	0,730	0,730	0,730
Brasil - Bovespa Otros segmentos	0,427	0,427	0,440
México	0,592	0,586	0,584
Perú	0,478	0,505	0,518
Argentina	0,449	0,483	0,506
Chile	0,433	0,432	0,437
América Latina	0,470	0,485	0,503
Exploatación de minas y canteras			
Colombia - Alta y media bursatilidad	0,407	0,567	0,593
Brasil - Novo Mercado	0,860	0,860	0,860
Brasil - Bovespa Otros segmentos	0,465	0,465	0,465
México	0,570	0,570	0,570
Perú	0,482	0,463	0,488
Argentina	0,353	0,353	0,413
Chile	0,540	0,560	0,560
América Latina	0,492	0,502	0,520
Industrias manufactureras			
Colombia - Alta y media bursatilidad	0,370	0,487	0,473
Brasil - Novo Mercado	0,562	0,567	0,582
Brasil - Bovespa Otros segmentos	0,441	0,449	0,447
México	0,537	0,530	0,536
Perú	0,393	0,389	0,399
Argentina	0,431	0,436	0,444
Chile	0,470	0,479	0,476
América Latina	0,457	0,465	0,468

o afectadas por el involucramiento de sus funcionarios, altos directivos e incluso propietarios en lo que se conoce como fraude ocupacional. En general, si se logran mejorar los niveles de revelación en el país, se facilita el desarrollo del emprendimiento y su financiación.

	REVELACIÓN TOTAL				
2013	2010	2011	2012	2013	
0,537	0,460	0,513	0,583	0,673	
0,730	0,810	0,810	0,810	0,810	
0,433	0,537	0,537	0,543	0,560	
0,584	0,670	0,686	0,684	0,700	
0,530	0,555	0,580	0,593	0,633	
0,534	0,494	0,546	0,549	0,591	
0,437	0,488	0,487	0,493	0,498	
0,517	0,549	0,568	0,582	0,613	
<hr/>					
0,573	0,553	0,707	0,713	0,707	
0,860	0,880	0,880	0,880	0,880	
0,465	0,560	0,560	0,560	0,615	
0,570	0,680	0,675	0,675	0,690	
0,491	0,582	0,575	0,595	0,608	
0,413	0,500	0,480	0,540	0,567	
0,560	0,612	0,632	0,632	0,664	
0,519	0,595	0,607	0,621	0,641	
<hr/>					
0,533	0,447	0,563	0,577	0,647	
0,564	0,662	0,662	0,673	0,689	
0,442	0,555	0,555	0,553	0,575	
0,544	0,685	0,682	0,687	0,690	
0,401	0,491	0,490	0,503	0,516	
0,444	0,583	0,583	0,591	0,592	
Ed. CESA V <small>erde</small>	0,488	0,548	0,558	0,554	0,574
	0,474	0,573	0,580	0,584	0,598

TABLA 5. (Continuación) Índices de revelación de información por sector y país en América Latina

INDUSTRIA	INFORMES DE GESTIÓN		
	2010	2011	2012
Suministro de electricidad, gas y agua			
Colombia - Alta y media bursatilidad	0,524	0,616	0,676
Brasil - Novo Mercado	0,530	0,530	0,560
Brasil - Bovespa Otros segmentos	0,430	0,438	0,430
Perú	0,632	0,632	0,632
Argentina	0,417	0,417	0,451
Chile	0,506	0,505	0,506
América Latina	0,496	0,507	0,519
Construcción			
Colombia - Alta y media bursatilidad	0,227	0,307	0,447
Brasil - Novo Mercado	0,400	0,393	0,400
Brasil - Bovespa Otros segmentos	0,407	0,407	0,407
México	0,509	0,518	0,531
Perú	0,428	0,432	0,424
Argentina	0,560	0,560	0,560
Chile	0,555	0,555	0,555
América Latina	0,450	0,461	0,480
Comercio al por mayor y al por menor			
Colombia - Alta y media bursatilidad	0,480	0,480	0,520
Brasil - Novo Mercado	0,555	0,560	0,560
Brasil - Bovespa Otros segmentos	0,217	0,240	0,240
México	0,549	0,549	0,566
Perú	0,570	0,570	0,570
Argentina	0,460	0,460	0,460
Chile	0,466	0,503	0,494
América Latina	0,455	0,469	0,473

	REVELACIÓN TOTAL				
2013	2010	2011	2012	2013	
0,684	0,572	0,668	0,724	0,784	
0,560	0,670	0,670	0,690	0,740	
0,423	0,528	0,530	0,525	0,583	
0,636	0,660	0,660	0,660	0,676	
0,460	0,486	0,486	0,523	0,577	
0,501	0,583	0,577	0,576	0,595	
0,518	0,570	0,578	0,589	0,625	
0,460	0,247	0,333	0,467	0,667	
0,420	0,507	0,500	0,500	0,580	
0,400	0,613	0,613	0,613	0,613	
0,531	0,622	0,631	0,647	0,667	
0,428	0,468	0,468	0,468	0,484	
0,560	0,620	0,620	0,620	0,620	
0,530	0,615	0,620	0,615	0,640	
0,480	0,540	0,552	0,571	0,614	
0,550	0,650	0,650	0,670	0,730	
0,560	0,700	0,700	0,700	0,710	
0,243	0,367	0,387	0,393	0,433	
0,549	0,640	0,640	0,657	0,671	
0,570	0,700	0,700	0,700	0,700	
0,460	0,600	0,600	0,600	0,600	
0,523	0,506	0,540	0,540	0,591	
0,479	0,564	0,576	0,583	0,611	

TABLA 5. (Continuación) Índices de revelación de información por sector y país en América Latina

INDUSTRIA	INFORMES DE GESTIÓN		
	2010	2011	2012
Transporte, almacenamiento y comunicaciones			
Colombia - Alta y media bursatilidad	0,380	0,490	0,640
Brasil - Novo Mercado	0,447	0,467	0,467
Brasil - Bovespa Otros segmentos	0,336	0,404	0,412
México	0,552	0,552	0,563
Perú	0,580	0,580	0,580
Argentina	0,396	0,396	0,396
Chile	0,523	0,530	0,533
América Latina	0,483	0,501	0,514
Firmas de inversión (vehículos de inversión)			
Colombia - Alta y media bursatilidad	0,360	0,353	0,540
Brasil - Novo Mercado	0,720	0,720	0,720
Brasil - Bovespa Otros segmentos	0,285	0,295	0,285
México	0,540	0,540	0,540
Perú	0,457	0,487	0,450
Argentina	0,220	0,220	0,220
Chile	0,367	0,366	0,364
América Latina	0,380	0,385	0,392

	REVELACIÓN TOTAL			
2013	2010	2011	2012	2013
0,690	0,420	0,540	0,690	0,830
0,467	0,580	0,600	0,600	0,633
0,412	0,468	0,532	0,540	0,580
0,542	0,650	0,650	0,652	0,632
0,580	0,650	0,650	0,650	0,650
0,404	0,452	0,452	0,452	0,496
0,530	0,572	0,572	0,577	0,602
0,510	0,566	0,581	0,591	0,612
<hr/>				
0,660	0,427	0,420	0,600	0,727
0,720	0,840	0,840	0,840	0,840
0,285	0,475	0,485	0,475	0,485
0,613	0,580	0,580	0,587	0,620
0,503	0,523	0,560	0,533	0,617
0,220	0,247	0,247	0,253	0,287
0,362	0,389	0,390	0,389	0,414
0,414	0,440	0,446	0,455	0,495

TABLA 6. Evolución de la revelación de información en Colombia para empresas de baja, mínima y nula bursatilidad

COLOMBIA - BAJA, MÍNIMA Y NULA BURSAT. COMPONENTES DEL ÍNDICE		INFORMES DE GESTIÓN		
		2010	2011	2012
1	Junta directiva	0,159	0,159	0,170
2	Resumen ejecutivo	0,970	0,970	0,970
3	Información de la empresa	0,286	0,312	0,403
4	Gobierno corporativo	0,136	0,148	0,193
5	Responsabilidad corporativa	0,218	0,255	0,255
6	Informe económico	0,727	0,773	0,758
7	Gestión de riesgos	0,394	0,394	0,364
8	Dimensión social	0,091	0,104	0,130
9	Responsabilidad con otros grupos de interés	0,545	0,545	0,606
Total		0,324	0,340	0,365
Número de empresas		11	11	11

	DIFERENCIA	REVELACIÓN TOTAL				DIFERENCIA
2013	2013-2010	2010	2011	2012	2013	2013-2010
0,193	0,034	0,250	0,250	0,250	0,261	0,011
0,970	0,000	0,970	0,970	0,970	0,970	0,000
0,364	0,078	0,675	0,675	0,688	0,688	0,013
0,205	0,068	0,534	0,534	0,568	0,580	0,045
0,309	0,091	0,382	0,418	0,400	0,418	0,036
0,833	0,106	0,758	0,803	0,864	0,864	0,106
0,394	0,000	0,394	0,394	0,394	0,394	0,000
0,182	0,091	0,143	0,156	0,156	0,208	0,065
0,636	0,091	0,606	0,606	0,636	0,667	0,061
0,391	0,067	0,487	0,498	0,513	0,527	0,040
11	11	11	11	11	11	11

TABLA 7. Evolución de la revelación de información en Colombia para empresas de baja, mínima y nula bursatilidad

COLOMBIA - BAJA, MÍNIMA Y NULA BURSATILIDAD COMPONENTES Y PREGUNTAS DEL ÍNDICE		INFORMES	
		2010	2011
1	JUNTA DIRECTIVA	0,159	0,159
1,1	Nombres de los miembros de junta directiva	0,818	0,818
1,2	Carácter de interno o externo	0,364	0,364
1,3	Perfil de los miembros de la junta	0,000	0,000
1,4	Remuneración de los miembros de la junta	0,000	0,000
1,5	Asistencia a las reuniones	0,000	0,000
1,6	Procesos de selección y elección de los miembros de la junta directiva	0,000	0,000
1,7	Nombre de los comités	0,091	0,091
1,8	Integrantes de los comités	0,000	0,000
2	RESUMEN EJECUTIVO	0,970	0,970
2,1	Resumen general de la operación del año	1,000	1,000
2,2	Resumen de la información financiera	1,000	1,000
2,3	Carta a los accionistas	0,909	0,909
3	INFORMACIÓN DE LA EMPRESA	0,286	0,312
3,1	Perfil de la empresa	0,727	0,727
3,2	Estructura organizacional	0,091	0,091
3,3	Historia	0,000	0,000
3,4	Marco estratégico	0,455	0,455
3,5	Misión	0,091	0,182
3,6	Visión	0,091	0,182
3,7	Certificaciones y acreditaciones	0,545	0,545

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
0,170	0,193	0,250	0,250	0,250	0,261
0,909	0,909	1,000	1,000	1,000	1,000
0,364	0,455	0,545	0,545	0,545	0,545
0,000	0,091	0,273	0,273	0,273	0,364
0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
0,091	0,091	0,182	0,182	0,182	0,182
0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
0,970	0,970	0,970	0,970	0,970	0,970
1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
0,909	0,909	0,909	0,909	0,909	0,909
0,403	0,364	0,675	0,675	0,688	0,688
0,818	0,727	1,000	1,000	1,000	1,000
0,182	0,182	0,455	0,455	0,455	0,455
0,000	0,000	0,545	0,545	0,545	0,545
0,636	0,636	0,636	0,636	0,727	0,727
0,273	0,182	0,727	0,727	0,727	0,727
0,273	0,182	0,727	0,727	0,727	0,727
0,636	0,636	0,636	0,636	0,636	0,636

TABLA 7. (Continuación) Evolución de la revelación de información en Colombia para empresas de baja, mínima y nula bursatilidad

COLOMBIA - BAJA, MÍNIMA Y NULA BURSATILIDAD COMPONENTES Y PREGUNTAS DEL ÍNDICE		INFORMES	
		2010	2011
4	GOBIERNO CORPORATIVO	0,136	0,148
4,1	Código de buen gobierno	0,455	0,455
4,2	Estructura de gobierno	0,091	0,091
4,3	Informe anual de gobierno corporativo	0,091	0,091
4,4	Cumplimiento del código de buen gobierno	0,182	0,182
4,5	Procesos de selección y política de remuneración de altos directivos	0,000	0,000
4,6	Estructura de control interno	0,182	0,273
4,7	Estructura de control externo	0,000	0,000
4,8	Transparencia y anticorrupción (manual conflictos de int., p.e.)	0,091	0,091
5	RESPONSABILIDAD CORPORATIVA	0,218	0,255
5,1	Relacionamiento con grupos de interés	0,455	0,545
5,2	Resultados de la RSE con grupos de interés	0,364	0,455
5,3	Reporte de sostenibilidad	0,000	0,000
5,4	Proyectos de protección ambiental	0,273	0,273
5,5	Inversiones ambientales	0,000	0,000
6	INFORME ECONÓMICO	0,727	0,773
6,1	Resumen de estado de resultados	0,818	0,909
6,2	Resumen de balance general	0,909	1,000
6,3	Indicadores financieros	0,909	0,909
6,4	Rendimiento de inversiones	0,818	0,909
6,5	Ejecución presupuestal	0,818	0,818
6,6	Evolución de la acción en el mercado	0,091	0,091

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
0,193	0,205	0,534	0,534	0,568	0,580
0,636	0,636	0,818	0,818	1,000	1,000
0,091	0,091	0,364	0,364	0,364	0,364
0,091	0,091	0,818	0,818	0,818	0,818
0,182	0,182	0,909	0,909	0,909	0,909
0,000	0,091	0,000	0,000	0,000	0,091
0,455	0,455	0,455	0,455	0,545	0,545
0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
0,091	0,091	0,909	0,909	0,909	0,909
0,255	0,309	0,382	0,418	0,400	0,418
0,545	0,636	0,727	0,818	0,818	0,818
0,364	0,455	0,364	0,455	0,364	0,455
0,000	0,091	0,273	0,273	0,273	0,273
0,364	0,364	0,455	0,455	0,455	0,455
0,000	0,000	0,091	0,091	0,091	0,091
0,758	0,833	0,758	0,803	0,864	0,864
0,909	1,000	0,818	0,909	1,000	1,000
0,909	1,000	0,909	1,000	1,000	1,000
0,909	1,000	0,909	0,909	1,000	1,000
0,909	0,909	0,909	1,000	1,000	1,000
0,818	0,909	0,818	0,818	0,909	0,909
0,091	0,182	0,182	0,182	0,273	0,273

TABLA 7. (Continuación) Evolución de la revelación de información en Colombia para empresas de baja, mínima y nula bursatilidad

COLOMBIA - BAJA, MÍNIMA Y NULA BURSATILIDAD COMPONENTES Y PREGUNTAS DEL ÍNDICE		INFORMES	
		2010	2011
7	GESTIÓN DE RIESGOS	0,394	0,394
7,1	Identificación de riesgos	0,455	0,455
7,2	Mapa de riesgos	0,364	0,364
7,3	Asuntos legales	0,364	0,364
8	DIMENSIÓN SOCIAL	0,091	0,104
8,1	Atracción y retención de talento humano	0,182	0,182
8,2	Perfil y clasificación de trabajadores (tablas salariales)	0,091	0,091
8,3	Gestión de la cultura y el ambiente laboral	0,091	0,091
8,4	Clima organizacional	0,091	0,091
8,5	Proyectos de bienestar para los trabajadores	0,182	0,273
8,6	Salud ocupacional	0,000	0,000
8,7	Ausentismo laboral	0,000	0,000
9	RESPONSABILIDAD CON OTROS GRUPOS DE INTERÉS	0,545	0,545
9,1	Relación con los proveedores	0,000	0,000
9,2	Relación con los accionistas	0,909	0,909
9,3	Relación con los clientes y los productos	0,727	0,727
TOTAL		0,324	0,340
Número de empresas		11	11

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
0,364	0,394	0,394	0,394	0,394	0,394
0,364	0,455	0,455	0,455	0,455	0,455
0,364	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364
0,364	0,364	0,364	0,364	0,364	0,364
0,130	0,182	0,143	0,156	0,156	0,208
0,273	0,273	0,273	0,273	0,364	0,364
0,000	0,091	0,091	0,091	0,000	0,091
0,182	0,273	0,091	0,091	0,182	0,273
0,000	0,091	0,273	0,273	0,091	0,182
0,273	0,273	0,182	0,273	0,273	0,273
0,182	0,273	0,091	0,091	0,182	0,273
0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
0,606	0,636	0,606	0,606	0,636	0,667
0,000	0,091	0,091	0,091	0,091	0,182
1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
0,818	0,818	0,727	0,727	0,818	0,818
0,365	0,391	0,487	0,498	0,513	0,527
11	11	11	11	11	11

TABLA 8. Revelación de información en Colombia para empresas de baja, mínima y nula bursatilidad, según la identidad del accionista mayoritario

COLOMBIA - BAJA, MÍNIMA Y NULA BURSAT. IDENTIDAD ACCIONISTA MAYORITARIO	INFORMES	
	2010	2011
Estatal		
Número de empresas	3	3
Índice de revelación	0,387	0,420
Bancos		
Número de empresas	2	2
Índice de revelación	0,300	0,300
Fondos de pensiones u otros institucionales		
Número de empresas	1	1
Índice de revelación	0,220	0,220
Otras empresas domésticas		
Número de empresas	2	2
Índice de revelación	0,280	0,280
Multinacionales		
Número de empresas	2	2
Índice de revelación	0,440	0,440
Familias o empresas familiares		
Número de empresas	1	1
Índice de revelación	0,140	0,220
TOTAL		0,324
Número de empresas		11
		11

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
3	3	3	3	3	3
0,460	0,500	0,513	0,527	0,553	0,607
2	2	2	2	2	2
0,330	0,340	0,420	0,420	0,450	0,460
1	1	1	1	1	1
0,220	0,220	0,420	0,420	0,400	0,400
2	2	2	2	2	2
0,370	0,390	0,560	0,560	0,560	0,560
2	2	2	2	2	2
0,380	0,430	0,560	0,560	0,560	0,550
1	1	1	1	1	1
0,260	0,260	0,320	0,400	0,440	0,440
0,365	0,391	0,487	0,498	0,513	0,527
11	11	11	11	11	11

TABLA 9. Revelación de información de las empresas por sectores en Colombia para empresas de baja, mínima y nula bursatilidad

COLOMBIA - BAJA, MÍNIMA Y NULA BURSAT.	INFORMES	
	2010	2011
Servicios Financieros		
Número de empresas	3	3
Índice de revelación	0,413	0,420
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura		
Número de empresas	1	1
Índice de revelación	0,320	0,360
Pesca		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Explotación de minas y canteras		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Industrias manufactureras		
Número de empresas	4	4
Índice de revelación	0,220	0,240
Suministro de electricidad, gas y agua		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Construcción		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Comercio al por mayor y al por menor		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.

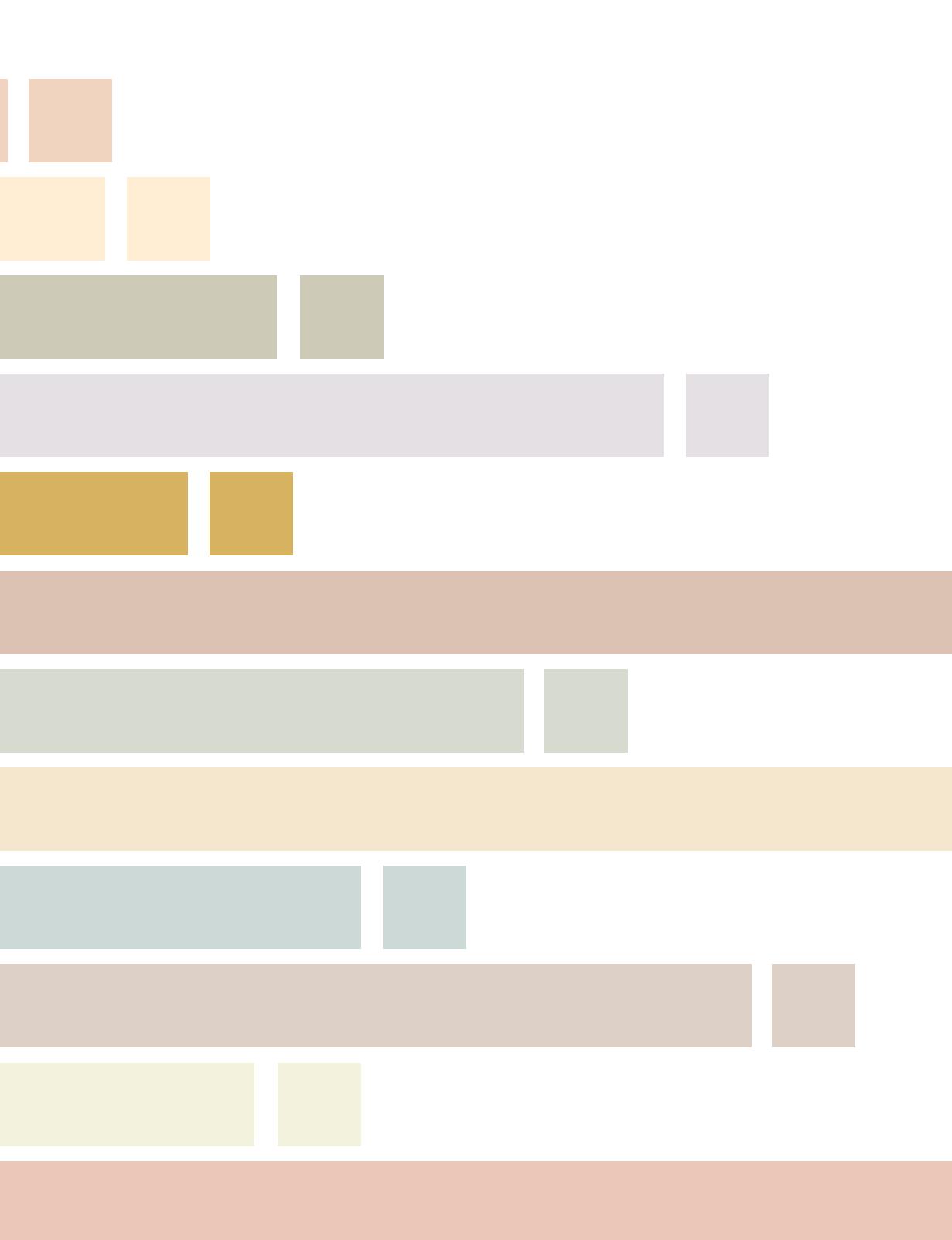
DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
3	3	3	3	3	3
0,473	0,533	0,527	0,527	0,573	0,633
1	1	1	1	1	1
0,360	0,360	0,420	0,460	0,460	0,660
0	0	0	0	0	0
.
0	0	0	0	0	0
.
4	4	4	4	4	4
0,260	0,290	0,450	0,470	0,465	0,660
0	0	0	0	0	0
.
0	0	0	0	0	0
.
0	0	0	0	0	0
.

TABLA 9. (Continuación) Revelación de información de las empresas por sectores en Colombia para empresas de baja, mínima y nula bursatilidad

COLOMBIA - BAJA, MÍNIMA Y NULA BURSAT.	INFORMES	
	2010	2011
Hoteles y restaurantes		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Transporte, almacenamiento y comunicaciones		
Número de empresas	1	1
Índice de revelación	0,480	0,520
Firmas de inversión (vehículos de inversión)		
Número de empresas	2	2
Índice de revelación	0,320	0,320
Actividades inmobiliarias		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Educación		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Servicios sociales y servicios de salud		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Otras actividades de servicios comunitarios y sociales		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
TOTAL	0,324	0,340
Número de empresas	11	11



DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
0	0	0	0	0	0
.
1	1	1	1	1	1
0,560	0,520	0,640	0,640	0,660	0,660
2	2	2	2	2	2
0,320	0,330	0,470	0,470	0,470	0,470
0	0	0	0	0	0
.
0	0	0	0	0	0
.
0	0	0	0	0	0
.
0,365	0,391	0,487	0,498	0,513	0,527
11	11	11	11	11	11



5. Brasil



5.1. Generalidades

Las empresas brasileras son reconocidas internacionalmente por la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo. Lo anterior obedece a la creación del segmento del Novo Mercado desde al año 2001, en la Bolsa de Valores de São Paulo, Bovespa.

Para pertenecer a este segmento, las empresas brasileras deben implementar mecanismos que favorezcan la dispersión del capital accionario, mantener un flotante mínimo del 25% del capital de la empresa, garantizar los mismos derechos de los accionistas controlantes a los minoritarios, establecer un periodo de dos años unificado para todos los miembros de junta directiva, contar con un mínimo de 20% de miembros independientes y revelar información siguiendo las Normas Internacionales de Información Financiera, entre otros compromisos. Esto ha permitido a las empresas brasileras ganar reputación respecto a sus prácticas de gobierno corporativo. Por lo tanto, para analizar los niveles de revelación en este país es importante separar las empresas que voluntariamente se han adherido a altos estándares de gobierno, del resto de empresas listadas analizadas para el caso de Brasil.

La tabla 1 presenta los índices de revelación a través de los informes de gestión y de revelación total por las empresas incluidas en nuestro estudio y pertenecientes al Novo Mercado, las cuales ascienden a 27 en total. Como se evidencia en las columnas de diferencias, durante el periodo analizado las empresas brasileras de este segmento de mercado aumentaron ligeramente los niveles de revelación de información al mercado. Mientras que la revelación a través de los informes de gestión permanece prácticamente constante y aumenta tan solo 0,8% en términos absolutos, la revelación total aumentó en términos absolutos en 3,7%. Los cambios obedecen fundamentalmente a una mayor revelación en los componentes de gobierno corporativo, información financiera, responsabilidad corporativa y resumen ejecutivo.

La poca variación en la revelación realizada por estas empresas puede señalar cierto nivel de conformismo con la reputación alcanzada en los mercados internacionales, y el desaprovechamiento de oportunidades para seguir incrementando la transparencia de las empresas brasileras con mejores prácticas de gobierno. Finalmente, ningún país o segmento de mercado analizado presenta índices de revelación superiores al 71%, lo que señala oportunidades de mejoramiento para todas las empresas de la región.

Nuevamente es evidente cómo la información relacionada con el resumen ejecutivo y el informe económico presenta los mayores niveles de revelación. Existe además un muy buen nivel de revelación de información de la empresa, y el componente de gobierno corporativo está dentro de los cinco componentes de mayor revelación. Lo anterior marca una diferencia respecto a lo observado en la región, donde el gobierno corporativo es un componente en el que se evidencia poca transparencia. Sin embargo, las empresas son resistentes a revelar información respecto a la relación con sus empleados, con otros grupos de interés, y especialmente respecto a sus juntas directivas.

TABLA 1. Evolución de la revelación de información en Brasil para empresas del Novo Mercado

BRASIL - NOVO MERCADO COMPONENTES DEL ÍNDICE		INFORMES DE GESTIÓN		
		2010	2011	2012
1	Junta directiva	0,472	0,477	0,481
2	Resumen ejecutivo	0,901	0,901	0,901
3	Información de la empresa	0,566	0,566	0,593
4	Gobierno corporativo	0,417	0,417	0,421
5	Responsabilidad corporativa	0,504	0,511	0,519
6	Informe económico	0,840	0,833	0,840
7	Gestión de riesgos	0,580	0,593	0,605
8	Dimensión social	0,344	0,360	0,365
9	Responsabilidad con otros grupos de interés	0,654	0,654	0,654
Total		0,549	0,553	0,561
Número de empresas		27	27	27

La dimensión social, como componente de la relación de la empresa con sus empleados, presenta un porcentaje de revelación total muy inferior al promedio y equivalente 40,2%. Además, la responsabilidad con otros grupos de interés, donde están incluidos clientes y proveedores, presenta una revelación de 63% e inferior en términos absolutos en 5 puntos porcentuales, en comparación con la revelación que realizaban las mismas empresas brasileras en el año 2010. Y el componente de la junta directiva presenta un índice de revelación a través de indicadores de gestión de tan solo 48,1% y un índice de revelación total de 56%. Los anteriores componentes representan oportunidades claras para mejorar la revelación de las empresas brasileras pertenecientes al Novo Mercado.

	DIFERENCIA	REVELACIÓN TOTAL				DIFERENCIA	
		2013	2013-2010	2010	2011	2012	2013
0,481	0,009	0,546	0,551	0,551	0,560	0,014	
0,938	0,37	0,901	0,901	0,901	0,938	0,037	
0,593	0,026	0,746	0,746	0,767	0,836	0,090	
0,421	0,005	0,616	0,616	0,620	0,731	0,116	
0,511	0,007	0,667	0,667	0,674	0,711	0,044	
0,833	-0,006	0,914	0,907	0,907	0,907	-0,006	
0,605	0,025	0,753	0,753	0,753	0,753	0,000	
0,354	0,011	0,397	0,407	0,413	0,402	0,005	
0,605	-0,049	0,679	0,679	0,679	0,630	-0,049	
0,557	0,008	0,662	0,664	0,669	0,699	0,037	
27	27	27	27	27	27	27	27

5.2. Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes

La tabla 2 descompone la revelación realizada por las empresas brasileras del Novo Mercado incluidas en el estudio, detallando los diferentes elementos del índice. Al revisar los elementos del componente de dimensión social se encuentra que las empresas del Novo Mercado no revelan información con relación al ausentismo de

sus empleados y muy pocas presentan información sobre el clima organizacional, la gestión de la cultura y el ambiente laboral, e incluso sobre la salud ocupacional en la empresa. Ha sido una constante, en el análisis realizado a la región, la desatención a estos asuntos sobre la relación que las empresas establecen con sus empleados.

En relación con el componente de juntas directivas, las empresas brasileras del Novo Mercado analizadas no reportan información sobre la asistencia a las reuniones de sus directores, tan solo una de ellas revela los procesos de selección y elección de los miembros de junta directiva, y un poco menos de la mitad revelan los nombres de los integrantes de los comités que apoyan a la junta directiva. Además, solamente dos tercios de las empresas revelan la remuneración de sus directores, y un poco más del 70% entrega información sobre el perfil profesional de sus miembros de junta directiva y su carácter de independientes.

Otro componente que castiga el índice de revelación que se evidencia en las empresas brasileras es el de la responsabilidad con otros grupos de interés. Dentro del mismo, el aspecto de menor revelación es el concerniente a la relación que establece la empresa con sus proveedores. Respecto al componente de gobierno corporativo, se evidencia un buen nivel de revelación en la mayoría de aspectos que lo conforman. Sin embargo, un aspecto crítico en el que pueden mejorar las empresas brasileras está en la revelación de la estructura de control externo a la cual se encuentran sujetas.

Finalmente, dentro de los demás componentes un aspecto crítico está representado por la revelación de las inversiones medioambientales que realiza la empresa como parte de su política de responsabilidad social corporativa. De igual manera, una oportunidad de mejora está en el reporte de sostenibilidad, que es presentado por dos tercios de las empresas en el Novo Mercado bajo análisis.

5.3. Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario

Para poder clasificar las empresas brasileras analizadas entre alta y baja bursatilidad, se tuvo en cuenta el índice IBrX -50, uno de los índices de la Bolsa de Valores de São Paulo que tiene en cuenta las 50 acciones más negociadas en esta bolsa. Al realizar esta clasificación, como se puede ver en la tabla 3, se percibe una pequeña diferencia en la revelación de las empresas más bursátiles en comparación con las menos bursátiles, y equivalente a 4,5% en términos absolutos. Mientras que

las empresas menos bursátiles exhiben un índice de revelación total de 69,1%, en las más bursátiles asciende a 73,6%. Empero, las diferencias no son tan marcadas como las que se evidencian para la región en general. Lo anterior puede obedecer a las exigencias que se hacen a las empresas del segmento Novo Mercado, que se realizan a todas independientemente de su nivel de bursatilidad accionaria.

No obstante, y a pesar de la similitud en los índices de revelación entre las empresas de alta y baja bursatilidad, lo que es evidente es que las empresas más bursátiles han incrementado en mayor proporción la revelación que llevan a cabo, pasando de un índice de revelación total en el 2010 de 65,2%, a uno de 73,6% en el año 2013, lo que implica un incremento o variación en términos absolutos de 8,4%. La variación absoluta para las empresas menos bursátiles es de tan solo 2,6%.

Para el caso brasileño, y específicamente para el segmento de Novo Mercado, la revelación por sectores sigue patrones diferentes a los observados en la región al tener en cuenta el tipo de accionista mayoritario que controla la empresa. Las empresas líderes en revelación son aquellas cuyos accionistas mayoritarios están representados por multinacionales. En este caso, el índice de revelación total para el año 2013 asciende a 88%, mientras que el promedio en este segmento de mercado es 69,9% para el mismo año. El otro tipo de accionista controlante que lleva a una revelación superior a la del promedio es el de fondos de pensiones u otros inversionistas institucionales. Por otro lado, las empresas que revelan menos información son aquellas controladas por familias o empresas familiares.

5.4. Revelación por sectores productivos

La tabla 4 permite analizar la revelación por sectores, para determinar cuáles empresas son más proclives a revelar información según la actividad principal que realizan. De acuerdo con lo observado en esta tabla, los sectores con mayor revelación total para el año 2013 son los de explotación de minas y canteras (88%), las empresas de seguros e intermediación financiera y algunas empresas manufactureras dedicadas a la fabricación de productos metalúrgicos básicos, entre otros. Por otro lado, sectores con baja revelación son el de correo y telecomunicaciones, construcción, fabricación de sustancias y productos químicos, y fabricación de maquinaria y equipo. Todos ellos con niveles de revelación inferiores al promedio del Novo Mercado.

TABLA 2. Evolución de la revelación de información en Brasil para empresas del Novo Mercado

BRASIL - NOVO MERCADO COMPONENTES Y PREGUNTAS DEL ÍNDICE		INFORMES	
		2010	2011
1	JUNTA DIRECTIVA	0,472	0,477
1,1	Nombres de los miembros de junta directiva	0,852	0,852
1,2	Carácter de interno o externo	0,704	0,704
1,3	Perfil de los miembros de la junta	0,667	0,667
1,4	Remuneración de los miembros de la junta	0,593	0,593
1,5	Asistencia a las reuniones	0,000	0,000
1,6	Procesos de selección y elección de los miembros de la junta directiva	0,000	0,000
1,7	Nombre de los comités	0,630	0,667
1,8	Integrantes de los comités	0,333	0,333
2	RESUMEN EJECUTIVO	0,901	0,901
2,1	Resumen general de la operación del año	0,926	0,926
2,2	Resumen de la información financiera	0,926	0,926
2,3	Carta a los accionistas	0,852	0,852
3	INFORMACIÓN DE LA EMPRESA	0,566	0,566
3,1	Perfil de la empresa	0,815	0,815
3,2	Estructura organizacional	0,407	0,407
3,3	Historia	0,667	0,667
3,4	Marco estratégico	0,704	0,704
3,5	Misión	0,333	0,333
3,6	Visión	0,296	0,296
3,7	Certificaciones y acreditaciones	0,741	0,741
4	GOBIERNO CORPORATIVO	0,417	0,417
4,1	Código de buen gobierno	0,630	0,630
4,2	Estructura de gobierno	0,704	0,704
4,3	Informe anual de gobierno corporativo	0,556	0,556
4,4	Cumplimiento del código de buen gobierno	0,185	0,185
4,5	Procesos de selección y política de remuneración de altos directivos	0,296	0,296
4,6	Estructura de control interno	0,481	0,481
4,7	Estructura de control externo	0,111	0,111
4,8	Transparencia y anticorrupción (manual conflictos de int., p.e.)	0,370	0,370

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
0,481	0,481	0,546	0,551	0,551	0,560
0,889	0,889	1,000	1,000	1,000	1,000
0,704	0,704	0,741	0,741	0,741	0,741
0,667	0,667	0,704	0,704	0,704	0,704
0,593	0,593	0,667	0,667	0,667	0,667
0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
0,000	0,000	0,037	0,037	0,037	0,037
0,667	0,667	0,778	0,815	0,815	0,852
0,333	0,333	0,444	0,444	0,444	0,481
0,901	0,938	0,901	0,901	0,901	0,938
0,926	0,963	0,926	0,926	0,926	0,963
0,926	0,963	0,926	0,926	0,926	0,963
0,852	0,889	0,852	0,852	0,852	0,889
0,593	0,593	0,746	0,746	0,767	0,836
0,852	0,852	0,963	0,963	0,963	1,000
0,407	0,444	0,630	0,630	0,630	0,778
0,667	0,630	0,963	0,963	0,963	0,963
0,704	0,704	0,704	0,704	0,704	0,815
0,370	0,370	0,630	0,630	0,667	0,741
0,333	0,333	0,556	0,556	0,593	0,704
0,815	0,815	0,778	0,778	0,852	0,852
0,421	0,421	0,616	0,616	0,620	0,731
0,630	0,630	0,704	0,704	0,704	0,963
0,704	0,667	0,741	0,741	0,741	0,926
0,593	0,593	0,741	0,741	0,778	0,815
0,185	0,222	0,481	0,481	0,481	0,704
0,296	0,296	0,852	0,852	0,852	0,852
0,481	0,481	0,630	0,630	0,630	0,630
0,111	0,111	0,111	0,111	0,111	0,111
0,370	0,370	0,667	0,667	0,667	0,852

TABLA 2. (continuación) – Evolución de la revelación de información en Brasil para empresas del Novo Mercado

BRASIL - NOVO MERCADO COMPONENTES Y PREGUNTAS DEL ÍNDICE		INFORMES	
		2010	2011
5	RESPONSABILIDAD CORPORATIVA	0,504	0,511
5,1	Relacionamiento con grupos de interés	0,815	0,815
5,2	Resultados de la RSE con grupos de interés	0,556	0,556
5,3	Reporte de sostenibilidad	0,333	0,333
5,4	Proyectos de protección ambiental	0,593	0,593
5,5	Inversiones ambientales	0,222	0,259
6	INFORME ECONÓMICO	0,840	0,833
6,1	Resumen de estado de resultados	0,926	0,926
6,2	Resumen de balance general	0,889	0,889
6,3	Indicadores financieros	1,000	0,963
6,4	Rendimiento de inversiones	0,852	0,852
6,5	Ejecución presupuestal	0,667	0,667
6,6	Evolución de la acción en el mercado	0,704	0,704
7	GESTIÓN DE RIESGOS	0,580	0,593
7,1	Identificación de riesgos	0,815	0,815
7,2	Mapa de riesgos	0,667	0,667
7,3	Asuntos legales	0,259	0,296
8	DIMENSIÓN SOCIAL	0,344	0,360
8,1	Atracción y retención de talento humano	0,778	0,815
8,2	Perfil y clasificación de trabajadores (tablas salariales)	0,630	0,630
8,3	Gestión de la cultura y el ambiente laboral	0,111	0,111
8,4	Clima organizacional	0,074	0,074
8,5	Proyectos de bienestar para los trabajadores	0,519	0,593
8,6	Salud ocupacional	0,296	0,296
8,7	Ausentismo laboral	0,000	0,000
9	RESPONSABILIDAD CON OTROS GRUPOS DE INTERÉS	0,654	0,654
9,1	Relación con los proveedores	0,407	0,407
9,2	Relación con los accionistas	0,741	0,741
9,3	Relación con los clientes y los productos	0,815	0,815
TOTAL		0,549	0,553
Número de empresas		27	27

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
0,519	0,511	0,667	0,667	0,674	0,711
0,852	0,852	0,852	0,852	0,889	0,926
0,593	0,593	0,704	0,704	0,741	0,778
0,333	0,296	0,704	0,704	0,704	0,667
0,556	0,556	0,778	0,778	0,741	0,815
0,259	0,259	0,296	0,296	0,296	0,370
0,840	0,833	0,914	0,907	0,907	0,907
0,926	0,926	1,000	1,000	1,000	1,000
0,889	0,889	0,963	0,963	0,963	0,963
0,963	0,926	1,000	0,963	0,963	0,926
0,852	0,852	0,852	0,852	0,852	0,852
0,667	0,704	0,667	0,667	0,667	0,704
0,741	0,704	1,000	1,000	1,000	1,000
0,605	0,605	0,753	0,753	0,753	0,753
0,815	0,815	0,926	0,926	0,926	0,926
0,704	0,704	0,889	0,889	0,889	0,889
0,296	0,296	0,444	0,444	0,444	0,444
0,365	0,354	0,397	0,407	0,413	0,402
0,815	0,778	0,815	0,852	0,852	0,815
0,667	0,667	0,704	0,704	0,741	0,741
0,111	0,111	0,185	0,185	0,185	0,185
0,074	0,074	0,074	0,074	0,074	0,074
0,593	0,556	0,667	0,704	0,704	0,667
0,296	0,296	0,333	0,333	0,333	0,333
0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
0,654	0,605	0,679	0,679	0,679	0,630
0,407	0,370	0,481	0,481	0,481	0,444
0,741	0,667	0,741	0,741	0,741	0,667
0,815	0,778	0,815	0,815	0,815	0,778
0,561	0,557	0,662	0,664	0,669	0,699
27	27	27	27	27	27

TABLA 3. Revelación de información en Brasil para empresas del Novo Mercado, según la bursatilidad de la empresa y la identidad del accionista mayoritario

BRASIL - NOVO MERCADO BURSATILIDAD	INFORMES	
	2010	2011
Baja		
Número de empresas	22	22
Índice de revelación	0,555	0,557
Alta		
Número de empresas	5	5
Índice de revelación	0,524	0,532
TOTAL	0,549	0,553
Número de empresas	27	27
BRASIL - NOVO MERCADO IDENTIDAD ACCIONISTA MAYORITARIO	INFORMES	
	2010	2011
Estatal		
Número de empresas	1	1
Índice de revelación	0,480	0,480
Bancos		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Fondos de pensiones u otros institucionales		
Número de empresas	14	14
Índice de revelación	0,553	0,563
Otras empresas domésticas		
Número de empresas	7	7
Índice de revelación	0,574	0,560
Multinacionales		
Número de empresas	1	1
Índice de revelación	0,740	0,740
Familias o empresas familiares		
Número de empresas	4	4
Índice de revelación	0,460	0,475
TOTAL	0,549	0,553
Número de empresas	27	27

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
22	22	22	22	22	22
0,563	0,555	0,665	0,665	0,668	0,691
5	5	5	5	5	5
0,552		0,652	0,660	0,672	0,736
0,561	0,557	0,662	0,664	0,669	0,699
27	27	27	27	27	27
DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
1	1	1	1	1	1
0,480	0,480	0,680	0,680	0,680	0,680
0	0	0	0	0	0
.
14	14	14	14	14	14
0,576	0,584	0,647	0,653	0,663	0,711
7	7	7	7	7	7
0,563	0,527	0,686	0,673	0,673	0,673
1	1	1	1	1	1
0,740	0,740	0,880	0,880	0,880	0,880
4	4	4	4	4	4
0,475	0,475	0,615	0,630	0,630	0,655
0,561	0,557	0,662	0,664	0,669	0,699
27	27	27	27	27	27

TABLA 4. Revelación de información de las empresas por sectores en Brasil para empresas del Novo Mercado

BRASIL - NOVO MERCADO INDUSTRIA	INFORMES	
	2010	2011
Servicios Financieros		
Número de empresas	2	2
Índice de revelación	0,730	0,730
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura		
Número de empresas	1	1
Índice de revelación	0,360	0,360
Pesca		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Explotación de minas y canteras		
Número de empresas	1	1
Índice de revelación	0,860	0,860
Industrias manufactureras		
Número de empresas	9	9
Índice de revelación	0,562	0,567
Suministro de electricidad, gas y agua		
Número de empresas	2	2
Índice de revelación	0,530	0,530
Construcción		
Número de empresas	3	3
Índice de revelación	0,400	0,393
Comercio al por mayor y al por menor		
Número de empresas	4	4
Índice de revelación	0,555	0,560

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
2	2	2	2	2	2
0,730	0,730	0,810	0,810	0,810	0,810
1	1	1	1	1	1
0,360	0,360	0,500	0,500	0,500	0,700
0	0	0	0	0	0
.
1	1	1	1	1	1
0,860	0,860	0,880	0,880	0,880	0,880
9	9	9	9	9	9
0,582	0,564	0,662	0,662	0,673	0,689
2	2	2	2	2	2
0,560	0,560	0,670	0,670	0,690	0,740
3	3	3	3	3	3
0,400	0,420	0,507	0,500	0,500	0,580
4	4	4	4	4	4
0,560	0,560	0,700	0,700	0,700	0,710

TABLA 4. (continuación) Revelación de información de las empresas por sectores en Brasil para empresas del Novo Mercado

BRASIL - NOVO MERCADO INDUSTRIA	INFORMES	
	2010	2011
Hoteles y restaurantes		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Transporte, almacenamiento y comunicaciones		
Número de empresas	3	3
Índice de revelación	0,447	0,467
Firmas de inversión (vehículos de inversión)		
Número de empresas	1	1
Índice de revelación	0,720	0,720
Actividades inmobiliarias		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Educación		
Número de empresas	1	1
Índice de revelación	0,540	0,540
Servicios sociales y servicios de salud		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Otras actividades de servicios comunitarios y sociales		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
TOTAL	0,541	0,539
Número de empresas	27	27

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
0	0	0	0	0	0
.
3	3	3	3	3	3
0,467	0,467	0,580	0,600	0,600	0,633
1	1	1	1	1	1
0,720	0,720	0,840	0,840	0,840	0,840
0	0	0	0	0	0
.
1	1	1	1	1	1
0,540	0,540	0,680	0,680	0,680	0,680
0	0	0	0	0	0
.
0	0	0	0	0	0
.
0,545	0,547	0,658	0,659	0,664	0,672
27	27	27	27	27	27

5.5. Revelación en las empresas brasileras de otros segmentos del Bovespa

Para complementar el análisis de las prácticas de revelación en las empresas brasileras, decidimos analizar 62 empresas que pertenecen a segmentos diferentes al Novo Mercado en la Bolsa de Valores de São Paulo. En la tabla 5 se hace

TABLA 5. Evolución de la revelación de información en Brasil para empresas de otros segmentos de Bovespa

BRASIL - BOVESPA OTROS SEGMENTOS COMPONENTES DEL ÍNDICE		INFORMES DE GESTIÓN		
		2010	2011	2012
1	Junta directiva	0,238	0,250	0,254
2	Resumen ejecutivo	0,860	0,860	0,860
3	Información de la empresa	0,435	0,452	0,449
4	Gobierno corporativo	0,234	0,240	0,238
5	Responsabilidad corporativa	0,352	0,368	0,368
6	Informe económico	0,720	0,739	0,742
7	Gestión de riesgos	0,441	0,446	0,441
8	Dimensión social	0,194	0,217	0,214
9	Responsabilidad con otros grupos de interés	0,522	0,522	0,522
Total		0,395	0,407	0,407
Número de empresas		62	62	62

evidente la baja revelación que presentan estas empresas en comparación con aquellas pertenecientes al segmento del Novo Mercado. El índice de revelación a través de informes de gestión de las empresas de otros segmentos del Bovespa para el año 2013 es de 40,2%, lo que representa 15,5% menos de revelación en términos absolutos en comparación con las empresas del Novo Mercado. Una situación similar se observa al comparar los índices de revelación total, que para las empresas de otros segmentos del Bovespa equivale solamente a 55,7% para el año 2013, mientras que para las del Novo Mercado asciende a 69,9%. La baja revelación de las empresas brasileras en otros segmentos del Bovespa las ubica incluso por debajo de los promedios de la región de América Latina.

	DIFERENCIA	REVELACIÓN TOTAL				DIFERENCIA
		2013	2013-2010	2010	2011	2012
0,254	0,016	0,361	0,371	0,371	0,401	0,040
0,860	0,000	0,860	0,860	0,860	0,866	0,005
0,435	0,000	0,601	0,611	0,608	0,671	0,069
0,234	0,000	0,417	0,417	0,415	0,468	0,050
0,365	0,013	0,500	0,510	0,506	0,568	0,068
0,734	0,013	0,866	0,879	0,890	0,887	0,022
0,435	-0,005	0,683	0,683	0,677	0,672	-0,011
0,212	0,018	0,230	0,249	0,247	0,244	0,014
0,516	-0,005	0,527	0,527	0,527	0,581	0,054
0,402	0,007	0,519	0,527	0,527	0,557	0,038
62	62	62	62	62	62	62

TABLA 6. Evolución de la revelación de información en Brasil para empresas de otros segmentos de Bovespa

BRASIL - BOVESPA OTROS SEGMENTOS COMPONENTES Y PREGUNTAS DEL ÍNDICE		INFORMES	
		2010	2011
1	JUNTA DIRECTIVA	0,238	0,250
1,1	Nombres de los miembros de junta directiva	0,613	0,629
1,2	Carácter de interno o externo	0,355	0,387
1,3	Perfil de los miembros de la junta	0,210	0,242
1,4	Remuneración de los miembros de la junta	0,194	0,194
1,5	Asistencia a las reuniones	0,016	0,016
1,6	Procesos de selección y elección de los miembros de JD	0,000	0,000
1,7	Nombre de los comités	0,323	0,339
1,8	Integrantes de los comités	0,194	0,194
2	RESUMEN EJECUTIVO	0,860	0,860
2,1	Resumen general de la operación del año	0,887	0,887
2,2	Resumen de la información financiera	0,935	0,919
2,3	Carta a los accionistas	0,758	0,774
3	INFORMACIÓN DE LA EMPRESA	0,435	0,452
3,1	Perfil de la empresa	0,742	0,774
3,2	Estructura organizacional	0,290	0,306
3,3	Historia	0,435	0,435
3,4	Marco estratégico	0,565	0,581
3,5	Misión	0,242	0,258
3,6	Visión	0,242	0,258
3,7	Certificaciones y acreditaciones	0,532	0,548
4	GOBIERNO CORPORATIVO	0,234	0,240
4,1	Código de buen gobierno	0,435	0,435
4,2	Estructura de gobierno	0,323	0,323
4,3	Informe anual de gobierno corporativo	0,371	0,403
4,4	Cumplimiento del código de buen gobierno	0,194	0,210
4,5	Procesos de selección y política de remuneración de altos directivos	0,081	0,081
4,6	Estructura de control interno	0,161	0,161
4,7	Estructura de control externo	0,016	0,016
4,8	Transparencia y anticorrupción (manual conflictos de int., p.e.)	0,290	0,290

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
0,254	0,254	0,361	0,371	0,371	0,401
0,629	0,629	0,984	0,984	0,984	0,984
0,387	0,387	0,468	0,500	0,500	0,516
0,242	0,242	0,403	0,435	0,435	0,484
0,210	0,210	0,306	0,306	0,306	0,306
0,016	0,016	0,032	0,032	0,032	0,032
0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
0,355	0,355	0,468	0,484	0,484	0,581
0,194	0,194	0,226	0,226	0,226	0,306
0,860	0,860	0,860	0,860	0,860	0,866
0,887	0,887	0,887	0,887	0,887	0,887
0,919	0,935	0,935	0,919	0,919	0,935
0,774	0,758	0,758	0,774	0,774	0,774
0,449	0,435	0,601	0,611	0,608	0,671
0,774	0,758	0,968	0,968	0,968	1,000
0,306	0,290	0,468	0,484	0,484	0,548
0,452	0,435	0,952	0,952	0,952	0,952
0,581	0,581	0,597	0,597	0,597	0,597
0,274	0,258	0,306	0,323	0,339	0,468
0,258	0,242	0,323	0,339	0,355	0,452
0,500	0,484	0,597	0,613	0,565	0,677
0,238	0,234	0,417	0,417	0,415	0,468
0,435	0,435	0,548	0,532	0,532	0,661
0,323	0,323	0,468	0,452	0,452	0,532
0,387	0,387	0,613	0,645	0,629	0,694
0,210	0,210	0,306	0,323	0,323	0,403
0,081	0,065	0,629	0,629	0,629	0,629
0,161	0,161	0,258	0,258	0,258	0,274
0,016	0,016	0,032	0,032	0,032	0,032
0,290	0,274	0,484	0,468	0,468	0,516

TABLA 6. (Continuación) Evolución de la revelación de información en Brasil para empresas de otros segmentos de Bovespa

BRASIL - BOVESPA OTROS SEGMENTOS COMPONENTES Y PREGUNTAS DEL ÍNDICE		INFORMES	
		2010	2011
5	RESPONSABILIDAD CORPORATIVA	0,352	0,368
5,1	Relacionamiento con grupos de interés	0,613	0,645
5,2	Resultados de la RSE con grupos de interés	0,371	0,403
5,3	Reporte de sostenibilidad	0,145	0,161
5,4	Proyectos de protección ambiental	0,435	0,435
5,5	Inversiones ambientales	0,194	0,194
6	INFORME ECONÓMICO	0,720	0,739
6,1	Resumen de estado de resultados	0,742	0,742
6,2	Resumen de balance general	0,790	0,790
6,3	Indicadores financieros	0,919	0,952
6,4	Rendimiento de inversiones	0,774	0,790
6,5	Ejecución presupuestal	0,613	0,629
6,6	Evolución de la acción en el mercado	0,484	0,532
7	GESTIÓN DE RIESGOS	0,441	0,446
7,1	Identificación de riesgos	0,629	0,629
7,2	Mapa de riesgos	0,484	0,484
7,3	Asuntos legales	0,210	0,226
8	DIMENSIÓN SOCIAL	0,194	0,217
8,1	Atracción y retención de talento humano	0,484	0,532
8,2	Perfil y clasificación de trabajadores (tablas salariales)	0,306	0,323
8,3	Gestión de la cultura y el ambiente laboral	0,081	0,097
8,4	Clima organizacional	0,065	0,097
8,5	Proyectos de bienestar para los trabajadores	0,242	0,290
8,6	Salud ocupacional	0,177	0,177
8,7	Ausentismo laboral	0,000	0,000
9	RESPONSABILIDAD CON OTROS GRUPOS DE INTERÉS	0,522	0,522
9,1	Relación con los proveedores	0,306	0,306
9,2	Relación con los accionistas	0,565	0,565
9,3	Relación con los clientes y los productos	0,694	0,694
TOTAL		0,395	0,407
Número de empresas		62	62

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
0,368	0,365	0,500	0,510	0,506	0,568
0,661	0,645	0,726	0,742	0,758	0,823
0,403	0,419	0,581	0,597	0,597	0,694
0,161	0,145	0,371	0,387	0,371	0,387
0,435	0,435	0,597	0,597	0,597	0,645
0,177	0,177	0,226	0,226	0,210	0,290
0,742	0,734	0,866	0,879	0,890	0,887
0,726	0,710	0,919	0,935	0,952	0,935
0,790	0,774	0,952	0,952	0,968	0,952
0,952	0,952	0,935	0,968	0,968	0,968
0,806	0,806	0,790	0,806	0,823	0,823
0,645	0,661	0,613	0,629	0,645	0,661
0,532	0,500	0,984	0,984	0,984	0,984
0,441	0,435	0,683	0,683	0,677	0,672
0,629	0,629	0,919	0,919	0,919	0,919
0,484	0,484	0,806	0,806	0,806	0,806
0,210	0,194	0,323	0,323	0,306	0,290
0,214	0,212	0,230	0,249	0,247	0,244
0,532	0,516	0,548	0,597	0,597	0,581
0,323	0,306	0,371	0,387	0,387	0,371
0,097	0,097	0,097	0,097	0,097	0,097
0,097	0,097	0,081	0,113	0,113	0,113
0,290	0,290	0,306	0,339	0,339	0,339
0,161	0,177	0,210	0,210	0,194	0,210
0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
0,522	0,516	0,527	0,527	0,527	0,581
0,290	0,274	0,323	0,323	0,306	0,355
0,565	0,565	0,565	0,565	0,565	0,613
0,710	0,710	0,694	0,694	0,710	0,774
0,407	0,402	0,519	0,527	0,527	0,557
62	62	62	62	62	62

Nuevamente, como un patrón que se repite en todos los análisis que se realizan en esta investigación para los diferentes segmentos y países, al revisar los componentes del índice se evidenció que los de menor revelación están representados por el componente de dimensión social o relacionamiento con los empleados, el de junta directiva y el de gobierno corporativo. Por ejemplo, teniendo en cuenta el índice de revelación total del año 2013, el componente de dimensión social alcanza un porcentaje de tan solo 24,4%; el de junta directiva, de 40,1%; y el de gobierno corporativo, de 46,8%, todos ellos inferiores a la media de revelación total de las empresas brasileras, de 55,7%. Además, el informe económico, que es el componente de mayor revelación, no alcanza el 90%.

Al revisar la revelación de los diferentes elementos que componen el índice por parte de las empresas brasileras excluyendo las del Novo Mercado, en la tabla 6 es posible identificar varios elementos que no son reportados o que son reportados por menos del 40% de las empresas en el año 2013. Por ejemplo, en relación con las juntas directivas, nuevamente los procesos de selección y elección de los directores (0%), la asistencia a las reuniones (3,2%), la remuneración de los miembros de la junta directiva (30,6%) y los nombres de los integrantes de los diferentes comités de apoyo (30,6%) son los elementos con mayor opacidad. Respecto al componente de gobierno corporativo, los elementos menos transparentes son los relacionados con la estructura de control externo (3,2%) y de control interno (27,4%).

Otros elementos con un nivel bajo de revelación total para el año 2013 son el de ausentismo laboral (0%), las actividades de gestión de la cultura y el ambiente laboral (9,7%), informes sobre el clima organizacional (11,3%) y la salud ocupacional (21%), asuntos legales relacionados con la gestión de riesgos (29%), y las inversiones ambientales (29%), entre otros. Las tablas 7 y 8 muestran la revelación de las empresas brasileras, excluyendo las pertenecientes al Novo Mercado, según su nivel de bursatilidad, y clasificándolas por tipo de accionista controlante y por sectores. Las diferencias de revelación entre las empresas más y las menos bursátiles son muy marcadas. Según el índice de revelación a través de informes de gestión, las empresas más bursátiles revelan 20,8% más en términos absolutos; y, teniendo en cuenta las cifras del índice de revelación total, esta diferencia es de 14%.

La tabla 7 señala que las empresas con mayor revelación total en el año 2013 son aquellas bajo control de una empresa multinacional (74%), fondos de pensiones u otros inversionistas institucionales (60,4%) y bajo control estatal (58,8%), mientras que las controladas por bancos (42%) y familias (50,9%) son las más opacas. Además, al analizar la información por sectores, la tabla 8 muestra que en el grupo de empresas brasileras, excluyendo las empresas del Novo Mercado, aquellas dedicadas a la prestación de servicios sociales y de salud, comercio al por mayor y al por menor, y las firmas de inversión resultan las más opacas para los diferentes grupos de interés. Por otra parte, las empresas más transparentes están en los sectores de explotación de minas y canteras, y de construcción.

TABLA 7. Revelación de información en Brasil para empresas de otros segmentos de Bovespa, según la bursatilidad de la empresa y la identidad del accionista mayoritario

BRASIL - BOVESPA OTROS SEGMENTOS BURSATILIDAD	INFORMES	
	2010	2011
Baja		
Número de empresas	49	49
Índice de revelación	0,353	0,362
Alta		
Número de empresas	13	13
Índice de revelación	0,551	0,578
TOTAL	0,395	0,407
Número de empresas	62	62
BRASIL - BOVESPA OTROS SEGMENTOS IDENTIDAD ACCIONISTA MAYORITARIO	INFORMES	
	2010	2011
Estatal		
Número de empresas	5	5
Índice de revelación	0,464	0,464
Bancos		
Número de empresas	7	7
Índice de revelación	0,243	0,249
Fondos de pensiones u otros institucionales		
Número de empresas	20	20
Índice de revelación	0,434	0,460
Otras empresas domésticas		
Número de empresas	17	17
Índice de revelación	0,408	0,416
Multinacionales		
Número de empresas	2	2
Índice de revelación	0,670	0,670
Familias o empresas familiares		
Número de empresas	11	11
Índice de revelación	0,316	0,324
TOTAL	0,395	0,407
Número de empresas	62	62

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
49	49	49	49	49	49
0,364	0,358	0,489	0,493	0,495	0,528
13	13	13	13	13	13
0,569	0,566	0,632	0,655	0,648	0,668
0,407	0,402	0,519	0,527	0,527	0,557
62	62	62	62	62	62
DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
5	5	5	5	5	5
0,464	0,456	0,544	0,544	0,548	0,588
7	7	7	7	7	7
0,240	0,240	0,386	0,377	0,369	0,420
20	20	20	20	20	20
0,459	0,437	0,570	0,591	0,588	0,604
17	17	17	17	17	17
0,419	0,418	0,531	0,535	0,536	0,560
2	2	2	2	2	2
0,670	0,670	0,740	0,740	0,740	0,740
11	11	11	11	11	11
0,325	0,344	0,442	0,447	0,453	0,509
0,407	0,402	0,519	0,527	0,527	0,557
62	62	62	62	62	62

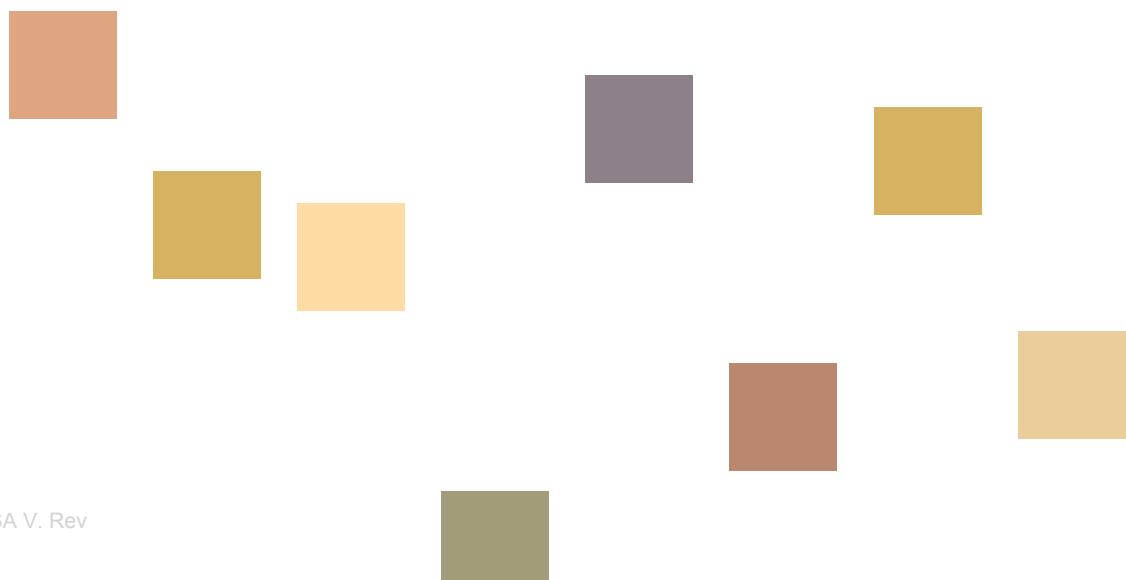
TABLA 8. Revelación de información de las empresas por sectores en Brasil para empresas de otros segmentos de Bovespa

BRASIL - BOVESPA OTROS SEGMENTOS INDUSTRIA	INFORMES	
	2010	2011
Servicios Financieros		
Número de empresas	6	6
Índice de revelación	0,427	0,427
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Pesca		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Explotación de minas y canteras		
Número de empresas	4	4
Índice de revelación	0,465	0,465
Industrias manufactureras		
Número de empresas	25	25
Índice de revelación	0,441	0,449
Suministro de electricidad, gas y agua		
Número de empresas	8	8
Índice de revelación	0,430	0,438
Construcción		
Número de empresas	3	3
Índice de revelación	0,407	0,407
Comercio al por mayor y al por menor		
Número de empresas	6	6
Índice de revelación	0,217	0,240
Hoteles y restaurantes		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Transporte, almacenamiento y comunicaciones		
Número de empresas	5	5
Índice de revelación	0,336	0,404

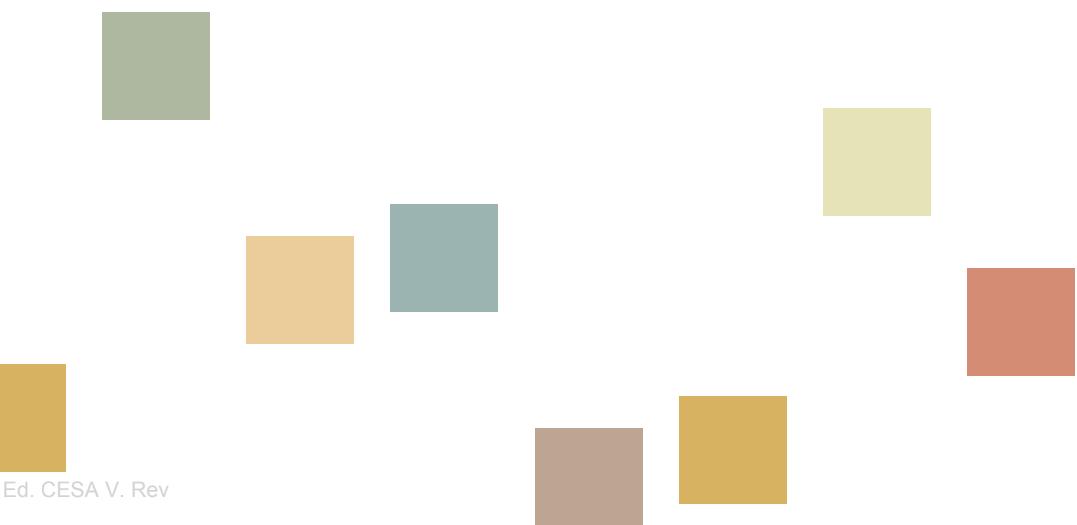
DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
6 0,440	6 0,433	6 0,537	6 0,537	6 0,543	6 0,560
0 . .	0 . .	0 . .	0 . .	0 . .	0 . .
0 . .	0 . .	0 . .	0 . .	0 . .	0 . .
4 0,465	4 0,465	4 0,560	4 0,560	4 0,560	4 0,615
25 0,447	25 0,442	25 0,555	25 0,555	25 0,553	25 0,575
8 0,430	8 0,423	8 0,528	8 0,530	8 0,525	8 0,583
3 0,407	3 0,400	3 0,613	3 0,613	3 0,613	3 0,613
6 0,240	6 0,243	6 0,367	6 0,387	6 0,393	6 0,433
0 . .	0 . .	0 . .	0 . .	0 . .	0 . .
5 0,412	5 0,412	5 0,468	5 0,532	5 0,540	5 0,580

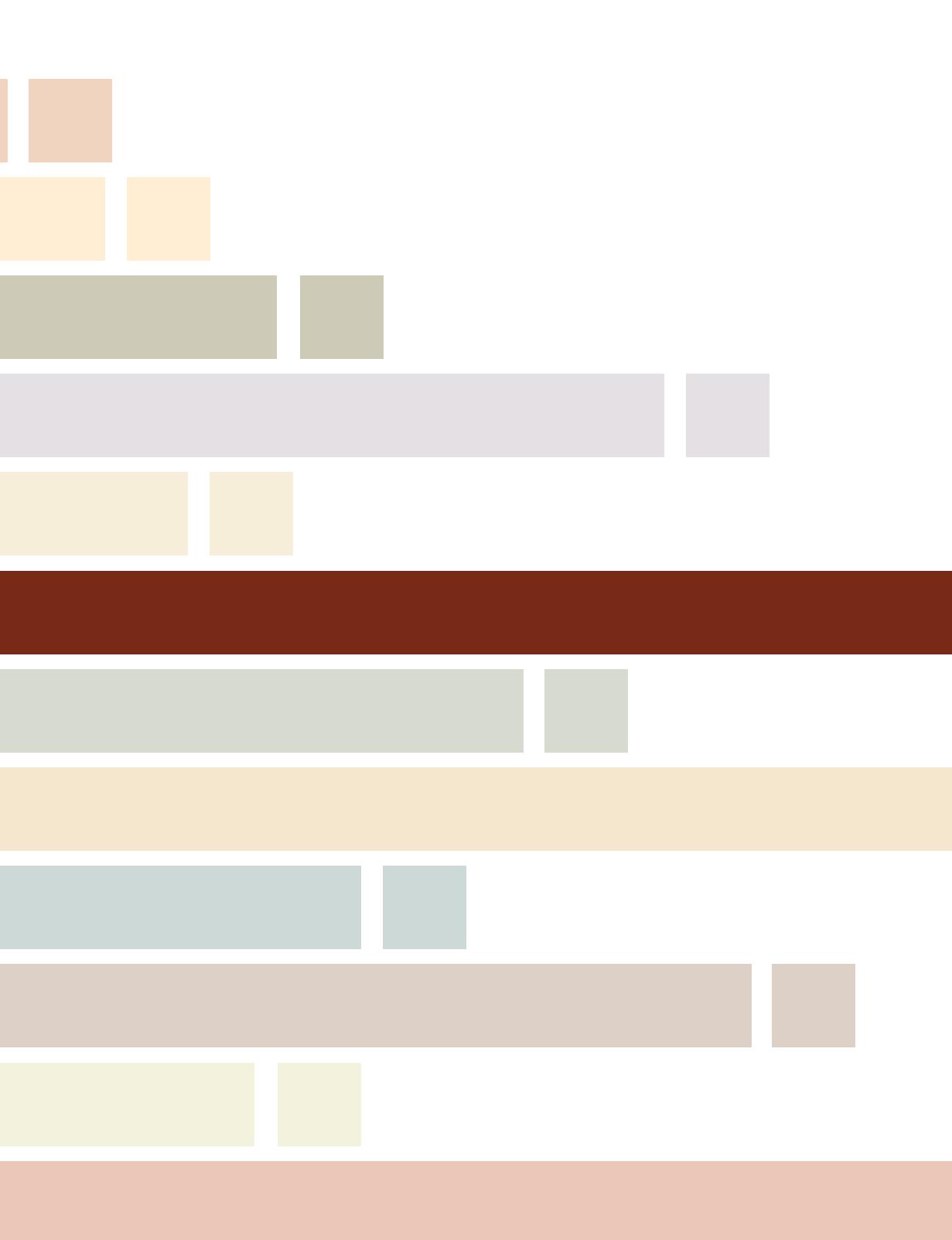
TABLA 8. (Continuación) Revelación de información de las empresas por sectores en Brasil para empresas de otros segmentos de Bovespa

BRASIL - BOVESPA OTROS SEGMENTOS INDUSTRIA	INFORMES	
	2010	2011
Firmas de inversión (vehículos de inversión)		
Número de empresas	4	4
Índice de revelación	0,285	0,295
Actividades inmobiliarias		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Educación		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Servicios sociales y servicios de salud		
Número de empresas	1	1
Índice de revelación	0,240	0,240
Otras actividades de servicios comunitarios y sociales		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
TOTAL		0,395 0,407
Número de empresas	62	62



DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
4	4	4	4	4	4
0,285	0,285	0,475	0,485	0,475	0,485
0	0	0	0	0	0
.
0	0	0	0	0	0
.
1	1	1	1	1	1
0,240	0,180	0,340	0,340	0,340	0,420
0	0	0	0	0	0
.
0,407	0,402	0,519	0,527	0,527	0,557
62	62	62	62	62	62





6. México



6.1. Generalidades

Después de Brasil, México cuenta con el segundo mercado de capitales más grande de la región en términos de capitalización bursátil. Como ha sido evidente en las discusiones precedentes, México es uno de los países líderes en la región; ocupa el tercer lugar en transparencia corporativa, pero con índices de revelación promedio similares a los de Colombia y a los de las empresas brasileras pertenecientes al segmento del Novo Mercado en la Bolsa de Valores de São Paulo.

La tabla 1 muestra la evolución de la revelación de información en las empresas mexicanas durante los cuatro años que conforman nuestro periodo de estudio, y en ellos se muestran los índices de revelación promedio en indicadores de gestión y a través de diferentes medios de comunicación. De manera similar a lo evidenciado en los demás países de la región, exceptuando Colombia, la cantidad de información a disposición de los diferentes grupos de interés no ha variado significativamente en los últimos años en las empresas mexicanas. El índice de revelación a través de informes de gestión en el 2010 para México era de 54,1% y avanzó tan solo 0,6% en términos absolutos, para ubicarse en 54,7%. De igual manera, el índice de revelación total pasó de 65,8% en el 2010 a 67,2% en el 2013, con una variación en términos absolutos de 1,4%.

Respecto a lo que sucede en la región, México se diferencia en uno de los tres componentes del índice con menor revelación. La dimensión social o relacionamiento con los empleados y el componente de gobierno corporativo están dentro de los más opacos, como sucede en general en América Latina. El índice de revelación total en el componente de dimensión social no alcanza los 35 puntos porcentuales, mientras que el de gobierno corporativo apenas supera el 50%. El siguiente componente es el de responsabilidad social corporativa, cuando regularmente el de junta directiva hace parte de los tres más opacos. En todo caso, el componente de junta directiva está por debajo del promedio de revelación en el país, con un índice de revelación total de 63,3%, y constituye el cuarto componente de menor transparencia.

Nuevamente los dos componentes de mayor revelación están representados por el resumen ejecutivo y el informe económico. La revelación de las cifras financieras y la síntesis de los principales hechos que afectan o pueden afectar el desempeño financiero de las empresas ocurridos durante el año son reconocidas como elementos de revelación prácticamente obligatoria, no necesariamente porque sean impuestos por la regulación, sino por la presión que ejercen los diferentes grupos de interés. Además, un componente con un buen nivel de revelación en las empresas mexicanas es el relacionado con la gestión de los riesgos que pueden afectar la empresa. Finalmente, están la responsabilidad con otros grupos de interés y la información de la empresa como los otros componentes que muestran un nivel de revelación superior al promedio del país.

TABLA 1. Evolución de la revelación de información en México

MÉXICO COMPONENTES DEL ÍNDICE		INFORMES DE GESTIÓN		
		2010	2011	2012
1	Junta directiva	0,542	0,539	0,544
2	Resumen ejecutivo	0,884	0,888	0,884
3	Información de la empresa	0,540	0,547	0,559
4	Gobierno corporativo	0,224	0,218	0,229
5	Responsabilidad corporativa	0,463	0,451	0,465
6	Informe económico	0,914	0,914	0,904
7	Gestión de riesgos	0,691	0,683	0,691
8	Dimensión social	0,310	0,308	0,320
9	Responsabilidad con otros grupos de interés	0,815	0,815	0,815
Total		0,541	0,539	0,545
Número de empresas		83	83	83

6.2. Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes

Al revisar cada uno de los elementos que componen el índice, se identifican aquellos en los que las empresas son más reacias a compartir información. En el componente de dimensión social, solo uno de los siete elementos que lo conforman está por encima del promedio de revelación del país, y es el relacionado con la atracción y retención del talento humano. En cambio, información sobre el ausentismo laboral, el perfil y clasificación de los trabajadores, la salud ocupacional, los proyectos de bienestar para los empleados, la gestión de la cultura y el ambiente laboral, y el clima organizacional presentan índices de revelación total para el año 2013 inferiores al promedio.

	DIFERENCIA	REVELACIÓN TOTAL				DIFERENCIA
2013	2013-2010	2010	2011	2012	2013	2013-2010
0,541	-0,002	0,636	0,634	0,637	0,633	-0,003
0,884	0,000	0,900	0,904	0,900	0,900	0,000
0,558	0,017	0,702	0,711	0,721	0,735	0,033
0,238	0,014	0,494	0,489	0,502	0,532	0,038
0,470	0,007	0,559	0,566	0,561	0,593	0,034
0,906	-0,008	0,976	0,976	0,976	0,976	0,000
0,691	0,000	0,831	0,835	0,843	0,835	0,004
0,322	0,012	0,349	0,349	0,358	0,348	-0,002
0,823	0,008	0,884	0,884	0,888	0,888	0,004
0,547	0,006	0,658	0,659	0,664	0,672	0,014
83	83	83	83	83	83	83

Respecto al componente de gobierno corporativo, tres aspectos reportan índices de revelación muy inferiores. Por ejemplo, tan solo el 9,6% de las empresas da a conocer la estructura de control externo, 27,7% revela los procesos de selección y política de remuneración de altos directivos y 31,3% informa sobre la estructura de control interno. Además, respecto al componente de junta directiva, los elementos de menor revelación tienden a ser los mismos evidenciados en otros países. Tan solo el 3,6% de las empresas mexicanas reporta el cumplimiento de sus directores respecto a la asistencia a las reuniones del órgano de gobierno del que hacen parte, 34,9% proporciona información sobre la remuneración que se otorga a los miembros de la junta directiva, y solamente el 45,8% de las empresas mexicanas bajo análisis da a conocer los procesos de selección y elección de los miembros de la junta directiva. Otros elementos de baja revelación hacen parte del componente de responsabilidad corporativa y están relacionados con las inversiones ambientales que lleva a cabo la empresa, su reporte de sostenibilidad y los resultados de la responsabilidad social corporativa con diferentes grupos de interés.

TABLA 2. Evolución de la revelación de información en México

MEXICO COMPONENTES Y PREGUNTAS DEL ÍNDICE		INFORMES	
		2010	2011
1	JUNTA DIRECTIVA	0,542	0,539
1,1	Nombres de los miembros de junta directiva	0,988	0,988
1,2	Carácter de interno o externo	0,723	0,735
1,3	Perfil de los miembros de la junta	0,554	0,542
1,4	Remuneración de los miembros de la junta	0,217	0,193
1,5	Asistencia a las reuniones	0,012	0,012
1,6	Procesos de selección y elección de los miembros de JD	0,325	0,325
1,7	Nombre de los comités	0,819	0,819
1,8	Integrantes de los comités	0,699	0,699
2	RESUMEN EJECUTIVO	0,884	0,888
2,1	Resumen general de la operación del año	1,000	1,000
2,2	Resumen de la información financiera	1,000	1,000
2,3	Carta a los accionistas	0,651	0,663
3	INFORMACIÓN DE LA EMPRESA	0,540	0,547
3,1	Perfil de la empresa	0,880	0,880
3,2	Estructura organizacional	0,301	0,301
3,3	Historia	0,687	0,675
3,4	Marco estratégico	0,807	0,819
3,5	Misión	0,193	0,217
3,6	Visión	0,181	0,205
3,7	Certificaciones y acreditaciones	0,735	0,735
4	GOBIERNO CORPORATIVO	0,224	0,218
4,1	Código de buen gobierno	0,373	0,386
4,2	Estructura de gobierno	0,349	0,337
4,3	Informe anual de gobierno corporativo	0,120	0,120
4,4	Cumplimiento del código de buen gobierno	0,229	0,217
4,5	Procesos de selección y política de remuneración de altos directivos	0,096	0,072
4,6	Estructura de control interno	0,265	0,265
4,7	Estructura de control externo	0,084	0,084
4,8	Transparencia y anticorrupción (manual conflictos de int., p.e.)	0,277	0,265

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
0,544	0,541	0,636	0,634	0,637	0,633
0,988	0,988	1,000	1,000	1,000	1,000
0,735	0,747	0,843	0,855	0,855	0,855
0,554	0,542	0,723	0,723	0,735	0,723
0,205	0,205	0,349	0,337	0,349	0,349
0,012	0,012	0,048	0,036	0,036	0,036
0,325	0,325	0,470	0,470	0,470	0,458
0,831	0,831	0,880	0,880	0,880	0,880
0,699	0,675	0,771	0,771	0,771	0,759
0,884	0,884	0,900	0,904	0,900	0,900
1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
0,651	0,651	0,699	0,711	0,699	0,699
0,559	0,558	0,702	0,711	0,721	0,735
0,880	0,880	0,976	0,976	0,976	0,976
0,313	0,313	0,422	0,422	0,422	0,422
0,687	0,663	0,892	0,892	0,904	0,892
0,819	0,831	0,892	0,904	0,904	0,916
0,241	0,241	0,458	0,482	0,506	0,554
0,229	0,229	0,434	0,458	0,482	0,530
0,747	0,747	0,843	0,843	0,855	0,855
0,229	0,238	0,494	0,489	0,502	0,532
0,398	0,398	0,843	0,843	0,880	0,904
0,361	0,386	0,518	0,506	0,530	0,542
0,133	0,145	0,795	0,795	0,795	0,807
0,229	0,229	0,639	0,627	0,639	0,663
0,096	0,108	0,229	0,217	0,229	0,277
0,265	0,277	0,301	0,301	0,301	0,313
0,084	0,096	0,084	0,084	0,084	0,096
0,265	0,265	0,542	0,542	0,554	0,651

TABLA 2 (continuación) – Evolución de la revelación de información en México

MEXICO COMPONENTES Y PREGUNTAS DEL ÍNDICE		INFORMES	
		2010	2011
5	RESPONSABILIDAD CORPORATIVA	0,463	0,451
5,1	Relacionamiento con grupos de interés	0,651	0,639
5,2	Resultados de la RSE con grupos de interés	0,337	0,337
5,3	Reporte de sostenibilidad	0,205	0,193
5,4	Proyectos de protección ambiental	0,771	0,759
5,5	Inversiones ambientales	0,349	0,325
6	INFORME ECONÓMICO	0,914	0,914
6,1	Resumen de estado de resultados	0,976	0,976
6,2	Resumen de balance general	0,928	0,928
6,3	Indicadores financieros	0,988	0,988
6,4	Rendimiento de inversiones	0,892	0,892
6,5	Ejecución presupuestal	0,976	0,976
6,6	Evolución de la acción en el mercado	0,723	0,723
7	GESTIÓN DE RIESGOS	0,691	0,683
7,1	Identificación de riesgos	0,916	0,904
7,2	Mapa de riesgos	0,747	0,747
7,3	Asuntos legales	0,410	0,398
8	DIMENSIÓN SOCIAL	0,310	0,308
8,1	Atracción y retención de talento humano	0,614	0,614
8,2	Perfil y clasificación de trabajadores (tablas salariales)	0,108	0,096
8,3	Gestión de la cultura y el ambiente laboral	0,410	0,386
8,4	Clima organizacional	0,470	0,458
8,5	Proyectos de bienestar para los trabajadores	0,325	0,349
8,6	Salud ocupacional	0,229	0,241
8,7	Ausentismo laboral	0,012	0,012
9	RESPONSABILIDAD CON OTROS GRUPOS DE INTERÉS	0,815	0,815
9,1	Relación con los proveedores	0,783	0,783
9,2	Relación con los accionistas	0,747	0,747
9,3	Relación con los clientes y los productos	0,916	0,916
TOTAL		0,541	0,539
Número de empresas		83	83

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
0,465	0,470	0,559	0,566	0,561	0,593
0,639	0,651	0,747	0,747	0,735	0,759
0,361	0,361	0,434	0,446	0,434	0,494
0,181	0,181	0,373	0,386	0,386	0,422
0,783	0,783	0,819	0,831	0,831	0,819
0,361	0,373	0,422	0,422	0,422	0,470
0,904	0,906	0,976	0,976	0,976	0,976
0,964	0,964	1,000	1,000	1,000	1,000
0,916	0,916	0,976	0,976	0,976	0,976
0,976	0,976	0,988	0,988	0,988	0,988
0,880	0,880	0,964	0,964	0,964	0,964
0,964	0,964	1,000	1,000	1,000	1,000
0,723	0,735	0,928	0,928	0,928	0,928
0,691	0,691	0,831	0,835	0,843	0,835
0,904	0,904	1,000	1,000	1,000	1,000
0,759	0,747	0,855	0,867	0,880	0,867
0,410	0,422	0,639	0,639	0,651	0,639
0,320	0,322	0,349	0,349	0,358	0,348
0,627	0,639	0,687	0,687	0,699	0,687
0,108	0,120	0,120	0,108	0,120	0,133
0,422	0,410	0,482	0,470	0,482	0,458
0,458	0,470	0,530	0,518	0,518	0,506
0,361	0,349	0,361	0,386	0,398	0,373
0,253	0,253	0,253	0,265	0,277	0,265
0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012
0,815	0,823	0,884	0,884	0,888	0,888
0,783	0,771	0,807	0,807	0,807	0,795
0,747	0,771	0,904	0,904	0,916	0,916
0,916	0,928	0,940	0,940	0,940	0,952
0,545	0,547	0,658	0,659	0,664	0,672
83	83	83	83	83	83

Por otra parte, las empresas mexicanas presentan un alto nivel de revelación de los nombres de sus directores y de aquellos que conforman los comités de apoyo de la junta, así como de su independencia. Además, la mayoría presentan un informe anual de gobierno corporativo y revelan su código de buen gobierno. Como es de esperarse, todos los elementos del componente relacionado con el informe económico cuentan con un nivel de revelación superior al 90%. Así mismo, el 100% de las empresas presenta el resumen general de las operaciones del año y una síntesis de las cifras de los estados financieros de la empresa.

6.3. Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario

En la clasificación de las empresas mexicanas entre alta y baja bursatilidad se tuvo en cuenta la canasta del Índice Bursa Óptimo de la Bolsa Mexicana de Valores, el cual expresa el rendimiento de las 30 empresas más bursátiles del mercado accionario mexicano, en función de las variaciones en los precios y pesos relativos que tiene cada uno de los componentes que integran la canasta. La tabla 3 muestra la revelación a través de informes de gestión y la revelación total para 21 empresas cuyas acciones son de alta bursatilidad, y para 62 empresas con acciones de baja bursatilidad. Para el año 2013, y siguiendo el patrón observado en la región, las empresas más bursátiles son menos opacas, con un índice de revelación a través de informes de gestión de 57,8%, superior al de las empresas menos bursátiles en 4,1% en términos absolutos, y con un índice de revelación total de 72,7%, superior al de las empresas de baja bursatilidad en 7,4% en términos absolutos.

Al observar la evolución de los índices de revelación para las empresas más y menos bursátiles durante el periodo en estudio, los dos grupos muestran una tendencia similar y la brecha o diferencia en sus prácticas de gobierno relacionadas con la transparencia corporativa permanece prácticamente constante. Si se revisa la revelación de las empresas teniendo en cuenta la identidad del accionista mayoritario, la tabla 3 muestra que el grupo de empresas con mayor revelación está representado por aquellas que cuentan con un banco como accionista mayoritario. Lo anterior marca una diferencia frente a lo observado en la región, en donde las empresas controladas por bancos exhiben el menor nivel de transparencia.

Además, las empresas controladas por familias muestran niveles de revelación superiores al promedio. Sin embargo, para entender mejor la revelación de las empresas mexicanas de acuerdo con la identidad del accionista mayoritario, es importante tener en cuenta que todos los grupos de empresas, a pesar de las diferencias entre ellos, presentan niveles de transparencia similares y cercanos a la media de revelación del país.

6.4. Revelación por sectores productivos

La tabla 4 muestra la revelación de las empresas mexicanas de acuerdo con el sector industrial al que pertenecen. Las empresas más transparentes son aquellas pertenecientes al sector de servicios financieros, con un índice de revelación total promedio equivalente a 70% para el año 2013. Lo anterior puede obedecer a las exigencias que impone la regulación a este tipo de sectores que resultan críticos para la economía de cada país. Los otros sectores con revelación superior al promedio del país son el sector de hoteles y restaurantes (69,2%), explotación de minas y canteras (69%), e industrias manufactureras (69%). Por otra parte, los sectores más opacos son el de empresas dedicadas a servicios comunitarios y sociales, y el de firmas de inversión. Este último grupo representa un tipo de empresa especial a través del cual se conserva el control sobre otras empresas pertenecientes al mismo grupo económico, por lo que su bajo nivel de transparencia es de esperarse.

TABLA 3. Revelación de información en México, según la bursatilidad de la empresa y la identidad del accionista mayoritario

MÉXICO BURSATILIDAD	INFORMES	
	2010	2011
Baja		
Número de empresas	62	62
Índice de revelación	0,531	0,528
Alta		
Número de empresas	21	21
Índice de revelación	0,570	0,571
TOTAL	0,541	0,539
Número de empresas	83	83
MÉXICO IDENTIDAD ACCIONISTA MAYORITARIO	INFORMES	
	2010	2011
Estatal		
Número de empresas	1	1
Índice de revelación	0,520	0,600
Bancos		
Número de empresas	6	6
Índice de revelación	0,573	0,573
Fondos de pensiones u otros institucionales		
Número de empresas	22	22
Índice de revelación	0,539	0,539
Otras empresas domésticas		
Número de empresas	25	25
Índice de revelación	0,511	0,500
Multinacionales		
Número de empresas	12	12
Índice de revelación	0,553	0,553
Familias o empresas familiares		
Número de empresas	17	17
Índice de revelación	0,568	0,569
TOTAL	0,541	0,539
Número de empresas	83	83

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
62	62	62	62	62	62
0,535	0,537	0,638	0,639	0,644	0,653
21	21	21	21	21	21
0,574	0,578	0,717	0,719	0,725	0,727
0,545	0,547	0,658	0,659	0,664	0,672
83	83	83	83	83	83

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
1	1	1	1	1	1
0,600	0,580	0,600	0,680	0,680	0,680
6	6	6	6	6	6
0,570	0,570	0,690	0,690	0,687	0,707
22	22	22	22	22	22
0,538	0,548	0,635	0,644	0,645	0,648
25	25	25	25	25	25
0,509	0,518	0,662	0,655	0,661	0,666
12	12	12	12	12	12
0,557	0,557	0,672	0,668	0,672	0,695
17	17	17	17	17	17
0,587	0,572	0,664	0,667	0,681	0,680
0,545	0,547	0,658	0,659	0,664	0,672
83	83	83	83	83	83

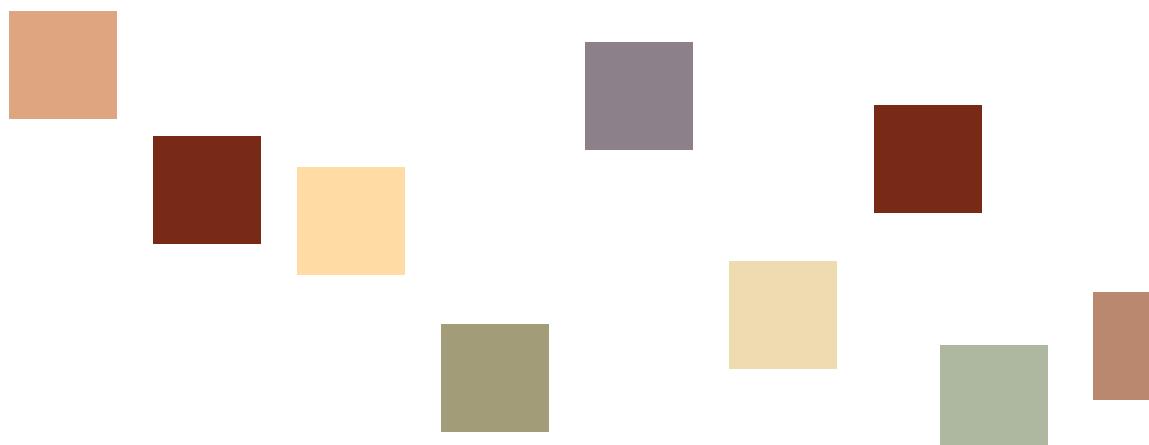
TABLA 4. Revelación de información de las empresas por sectores en México

MÉXICO INDUSTRIA	INFORMES	
	2010	2011
Servicios Financieros		
Número de empresas	10	10
Índice de revelación	0,592	0,586
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Pesca		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Explotación de minas y canteras		
Número de empresas	4	4
Índice de revelación	0,570	0,570
Industrias manufactureras		
Número de empresas	28	28
Índice de revelación	0,537	0,530
Suministro de electricidad, gas y agua		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Construcción		
Número de empresas	9	9
Índice de revelación	0,509	0,518
Comercio al por mayor y al por menor		
Número de empresas	7	7
Índice de revelación	0,549	0,549
Hoteles y restaurantes		
Número de empresas	5	5
Índice de revelación	0,512	0,512
Transporte, almacenamiento y comunicaciones		
Número de empresas	12	12
Índice de revelación	0,552	0,552

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
10	10	10	10	10	10
0,584	0,584	0,670	0,686	0,684	0,700
0	0	0	0	0	0
.
0	0	0	0	0	0
.
4	4	4	4	4	4
0,570	0,570	0,680	0,675	0,675	0,690
28	28	28	28	28	28
0,536	0,544	0,685	0,682	0,687	0,690
0	0	0	0	0	0
.
9	9	9	9	9	9
0,531	0,531	0,622	0,631	0,647	0,667
7	7	7	7	7	7
0,566	0,549	0,640	0,640	0,657	0,671
5	5	5	5	5	5
0,512	0,532	0,676	0,676	0,676	0,696
12	12	12	12	12	12
0,563	0,542	0,650	0,650	0,652	0,632

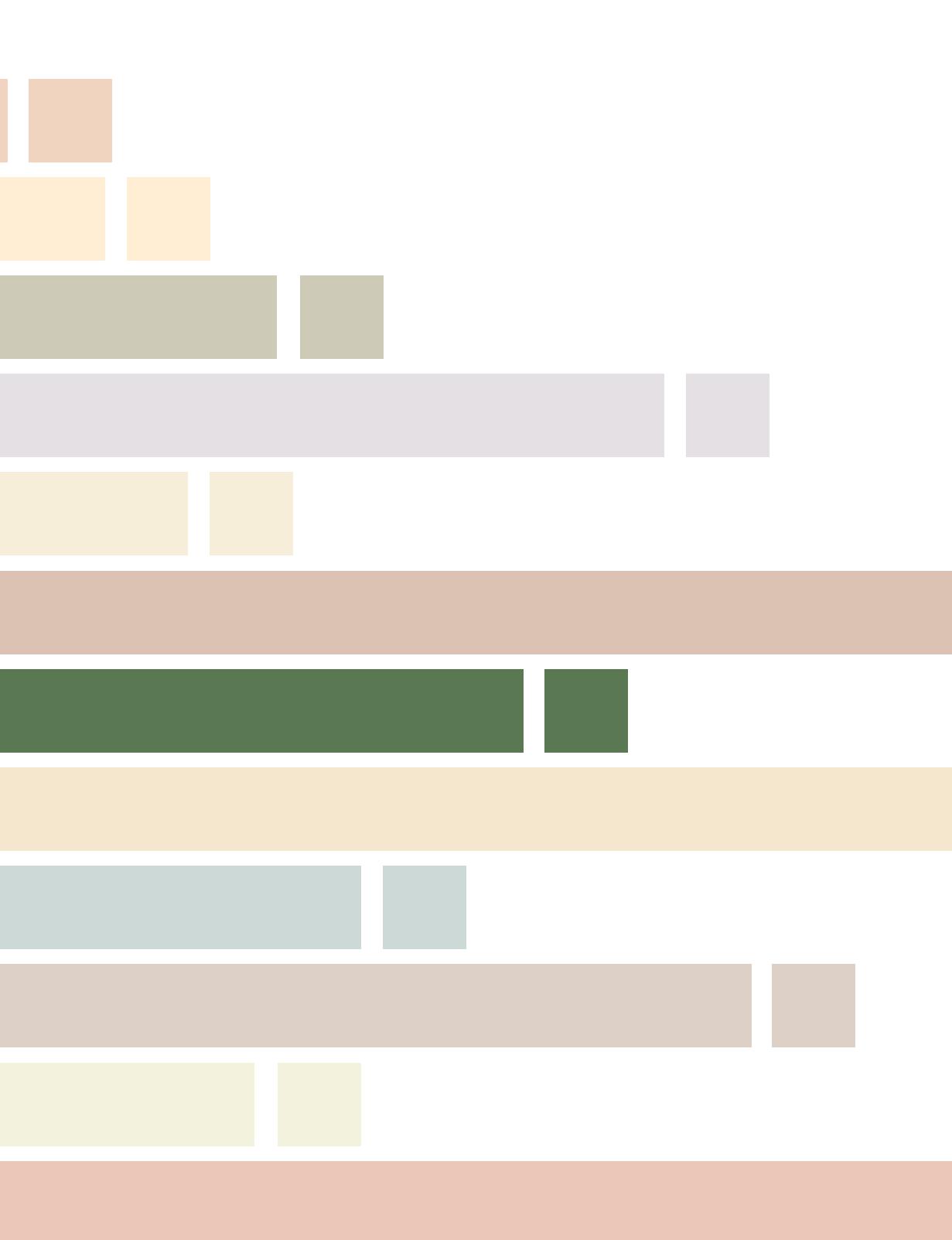
TABLA 4. (Continuación) Revelación de información de las empresas por sectores en México

MÉXICO INDUSTRIA	INFORMES	
	2010	2011
Firmas de inversión (vehículos de inversión)		
Número de empresas	3	3
Índice de revelación	0,540	0,540
Actividades inmobiliarias		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Educación		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Servicios sociales y servicios de salud		
Número de empresas	2	2
Índice de revelación	0,420	0,420
Otras actividades de servicios comunitarios y sociales		
Número de empresas	3	3
Índice de revelación	0,533	0,533
TOTAL		0,541
Número de empresas	83	83



DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
3	3	3	3	3	3
0,540	0,613	0,580	0,580	0,587	0,620
0	0	0	0	0	0
.
0	0	0	0	0	0
.
2	2	2	2	2	2
0,420	0,420	0,630	0,630	0,630	0,640
3	3	3	3	3	3
0,533	0,533	0,580	0,573	0,573	0,587
0,545	0,547	0,658	0,659	0,664	0,672
83	83	83	83	83	83





7. Perú



7.1. Generalidades

Perú reviste especial interés para Colombia ya que pertenece al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) desde su creación. Como se mencionó previamente, el MILA resulta de un acuerdo firmado entre la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Valores de Lima en el año 2009, y busca fomentar el crecimiento de la actividad bursátil en estos países.

En el año 2011 el MILA entró en operación y en diciembre de 2014 se oficializó la entrada de México a este mercado integrado. Inversionistas e intermediarios de Chile, Colombia, Perú y México pueden comprar y vender las acciones de las cuatro plazas bursátiles a través de un intermediario local, lo que puede generar mayor liquidez a los activos listados en cada uno de estos países.

Como se discutió en el capítulo 3, en donde se analiza la situación para la región, actualmente Colombia es líder en revelación y transparencia en América Latina. Teniendo en cuenta que dentro de las empresas analizadas se tienen aquellas pertenecientes a las bolsas de Chile, Perú y México, es evidente entonces que las colombianas superan a los demás emisores en el MILA en términos de revelación de información. La tabla 1 muestra la evolución de los índices de revelación a través de informes de gestión y el índice de revelación total para las empresas peruanas incluidas en este estudio. El patrón recurrente en toda la muestra está en la cantidad de información que incluye el informe de gestión. Para el año 2013 el índice de revelación a través del informe de gestión equivale al 82% del índice de revelación total, lo que resalta la importancia de este mecanismo de divulgación de información para las empresas, y especialmente para los accionistas.

Otro hecho que se hace evidente en la tabla 1 para el caso de Perú está en la poca variación o avance en la revelación de información que presentan las empresas peruanas en el periodo en estudio. El índice de revelación a través de los informes de gestión presenta una variación positiva de tan solo 1.6 puntos porcentuales en términos absolutos; y el de revelación total, por su parte, crece tan solo en 3.7 puntos porcentuales en términos absolutos. Teniendo en cuenta que los índices de Perú para el año 2013 están ligeramente por debajo de los índices promedio en la región, las empresas de este país han perdido oportunidades de mejorar sus prácticas de gobierno y tener un mejor posicionamiento en América Latina. Lo anterior no es coherente con la política de integración que ha establecido la bolsa de este país.

Al analizar las cifras del índice de revelación total para el año 2013 y sus componentes, es claro que el componente de junta directiva es el que presenta la revelación más baja en Perú. Además, la gestión de riesgos, la dimensión social, el componente de gobierno corporativo y el de responsabilidad con otros grupos de interés muestran porcentajes de revelación inferiores a los del promedio del país y, por lo tanto, se ubican entre los componentes de baja revelación para Perú. Por ejemplo, juntas directivas muestra un porcentaje de revelación total de 42,1%; y gobierno corporativo, de 52%, mientras que el promedio del país en el año 2013 asciende a 58,1%.

TABLA 1. Evolución de la revelación de información en Perú

PERÚ COMPONENTES DEL ÍNDICE		INFORMES DE GESTIÓN		
		2010	2011	2012
1	Junta directiva	0,391	0,391	0,385
2	Resumen ejecutivo	0,825	0,825	0,841
3	Información de la empresa	0,429	0,442	0,460
4	Gobierno corporativo	0,306	0,300	0,312
5	Responsabilidad corporativa	0,581	0,590	0,594
6	Informe económico	0,656	0,651	0,653
7	Gestión de riesgos	0,407	0,386	0,370
8	Dimensión social	0,388	0,379	0,395
9	Responsabilidad con otros grupos de interés	0,413	0,455	0,455
Total		0,461	0,463	0,469
Número de empresas		63	63	63

Los porcentajes de mayor revelación nuevamente son el de resumen ejecutivo y el de informe económico, los cuales muestran cifras de revelación total para el año 2013 de 84,7% y 82% respectivamente. Sin embargo, los promedios de revelación en estos componentes son bajos en comparación con lo que sucede en la región. Para América Latina estos componentes tienen un porcentaje de revelación ligeramente superior al 90%, y en algunos países como Colombia (alta y media bursatilidad), Brasil (Novo Mercado) y México, uno u otro componente supera el umbral del 95%.

7.2. Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes

Al analizar los elementos que hacen parte de los diferentes componentes, se evidencian porcentajes muy bajos de revelación en aspectos específicos. Por ejemplo, al revisar con detenimiento el componente de la junta directiva, se encuentran porcentajes de revelación de 3,2% en relación con la asistencia a las reuniones de los miembros de junta directiva y con los procesos de selección y elección de los

	DIFERENCIA	REVELACIÓN TOTAL				DIFERENCIA
2013	2013-2010	2010	2011	2012	2013	2013-2010
0,411	0,020	0,395	0,395	0,389	0,421	0,026
0,841	0,016	0,831	0,831	0,847	0,847	0,016
0,458	0,029	0,553	0,576	0,594	0,644	0,091
0,327	0,022	0,490	0,494	0,504	0,520	0,030
0,590	0,010	0,616	0,629	0,632	0,667	0,051
0,659	0,003	0,815	0,815	0,820	0,820	0,005
0,402	-0,005	0,429	0,407	0,402	0,434	0,005
0,406	0,018	0,433	0,424	0,444	0,454	0,020
0,429	0,016	0,492	0,534	0,534	0,577	0,085
0,477	0,016	0,544	0,549	0,557	0,581	0,037
63	63	63	63	63	63	63

directores. Tan solo el 7,9% de las empresas da a conocer información sobre la remuneración que la empresa otorga a los miembros de la junta directiva, y únicamente el 36,5% de las empresas informa sobre los comités de apoyo con los que cuenta este órgano de gobierno para llevar a cabo sus funciones. Es más, escasamente el 25,4% de las empresas peruanas informa los nombres de los integrantes de estos comités. Además, y aun cuando la revelación es superior a la media del país, el perfil de los miembros de la junta directiva es dado a conocer solamente por el 61,9% de las empresas, y una referencia a su nivel de independencia se percibe únicamente en el 73% de las empresas analizadas para el caso peruano.

Se encuentra un panorama muy similar al analizar el componente de gobierno corporativo en detalle. De los ocho elementos que lo conforman, cuatro presentan unos niveles de revelación que llevan a un desconocimiento total por parte de los grupos de interés externos de estas empresas sobre aspectos que deberían ser de dominio público. Por ejemplo, solo el 4,8% de las empresas da a conocer las políticas de remuneración de altos directivos y los procesos de selección que se llevan a cabo cuando es necesario contratar miembros del equipo gerencial. Lo anterior es información que deben conocer los grupos de interés internos y externos y que informa sobre el nivel de profesionalización de la empresa. Además, únicamente el 6,3% de las empresas peruanas da a conocer su estructura de control externo, y solamente el 7,9% revela la estructura de control interno, lo cual claramente está relacionado

con la capacidad de la empresa de mitigar el riesgo de pérdidas económicas por los conflictos de intereses y los problemas de agencia. El otro elemento con bajo nivel de revelación total, equivalente al 30,2%, es la estructura de gobierno de la empresa.

Además de los elementos directamente relacionados con el gobierno corporativo de la empresa, aquellos relacionados con la gestión de riesgos y la dimensión social presentan índices de revelación muy bajos. Un cuarto de las empresas revela los riesgos legales a los que están expuestas, mientras que ninguna empresa entrega información relacionada con el ausentismo laboral, un indicador directo de la satisfacción, calidad de vida y salud ocupacional de los trabajadores.

7.3. Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario

La clasificación de las empresas de acuerdo con su nivel de bursatilidad tiene en cuenta el Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima (ISBVL), el cual es un indicador que mide las variaciones de las cotizaciones de las 15 acciones más representativas del mercado peruano. Fue creado en 1993 por la Bolsa de Valores de Lima para mostrar la tendencia del mercado bursátil en términos de los cambios que se producen en los precios de las acciones más representativas, y en general informa sobre el comportamiento de las acciones más negociadas de empresas peruanas. La diferencia en términos de revelación de información entre el grupo de las más bursátiles y el de las menos transadas, aun cuando sigue la tendencia general de todos los países, es muy significativa para el caso de Perú. Por ejemplo, la tabla 3 muestra que, mientras que las empresas más bursátiles tienen un índice de revelación a través de informes de gestión de 58,9%, las menos bursátiles exhiben un índice de 45,9%, lo que equivale en términos absolutos a una diferencia de 13%. Además, al comparar el índice de revelación total entre estos dos grupos, la diferencia es de 10,8%, con un índice de 67,3% para las acciones más transadas y de 56,5% para las empresas menos negociadas en este mercado de capitales.

La tabla 3, de igual manera, muestra que, al evaluar el nivel de transparencia de las empresas clasificándolas según la identidad del accionista mayoritario, nuevamente las empresas estatales están en el grupo de mayor revelación. Esto puede ser interpretado como una forma de generar confianza y evitar que los conflictos de intereses

se apoderen de rentas que son generadas por empresas de propiedad del Estado, para financiar las funciones de redistribución, inversión y desarrollo en un país.

Dentro de las empresas más opacas en el caso peruano están las controladas por familias, bancos, fondos de pensiones u otros inversionistas institucionales. La opacidad en las empresas dominadas por las familias puede estar relacionada con el deseo de las familias controlantes de tomar ventaja de su posición dominante para extraer beneficios privados y favorecer a los miembros de la familia a expensas de los accionistas minoritarios. De igual manera, puede demostrar su falta de interés por endeudar sus empresas y conseguir nuevos accionistas. Dado que las familias prefieren mantener el control de sus empresas, en ocasiones deciden sacrificar oportunidades de crecimiento dejando de lado proyectos que no pueden financiar con la misma capacidad de generar recursos de la empresa, o incluso con su propio capital. Por lo tanto, si no desean conseguir fondos en el mercado de capitales, es menos necesario ser transparentes. La opacidad de las empresas de propiedad de los bancos ha sido explicada en capítulos previos como la falta de necesidad de conseguir fondos en el mercado de capitales dado que se cuenta con el respaldo de un accionista con suficientes recursos para financiar la empresa en caso de ser necesario.

7.4. Revelación por sectores productivos

Finalmente, la tabla 4 muestra la revelación para los diferentes sectores en los cuales operan las empresas peruanas incluidas en el estudio. Las empresas con un alto nivel de transparencia son aquellas ubicadas en el sector de comercio al por mayor y al por menor, con un índice de revelación total promedio de 70% para el año 2013, superior al promedio de las empresas peruanas, de 58,1%. Después se ubican empresas pertenecientes a sectores altamente regulados, como aquellas que desarrollan las actividades de suministro de electricidad, gas y agua; transporte, almacenamiento y comunicaciones; y servicios financieros. Estos sectores muestran índices de revelación total para el 2013 de 67,6%, 65% y 63,3% respectivamente. Una explicación similar puede tener la revelación superior al promedio que realizan las empresas dedicadas a la explotación de minas y canteras, y las firmas de inversión o holdings. Las empresas con los menores índices de revelación se ubican en los sectores de construcción, industrias manufactureras y pesca. Estos sectores muestran índices de revelación total inferiores al promedio.

TABLA 2. Evolución de la revelación de información en Perú

PERÚ COMPONENTES Y PREGUNTAS DEL ÍNDICE		INFORMES	
		2010	2011
1	JUNTA DIRECTIVA	0,391	0,391
1,1	Nombres de los miembros de junta directiva	1,000	1,000
1,2	Carácter de interno o externo	0,746	0,714
1,3	Perfil de los miembros de la junta	0,683	0,635
1,4	Remuneración de los miembros de la junta	0,063	0,095
1,5	Asistencia a las reuniones	0,032	0,048
1,6	Procesos de selección y elección de los miembros de la junta directiva	0,016	0,048
1,7	Nombre de los comités	0,333	0,349
1,8	Integrantes de los comités	0,254	0,238
2	RESUMEN EJECUTIVO	0,825	0,825
2,1	Resumen general de la operación del año	0,889	0,889
2,2	Resumen de la información financiera	0,841	0,841
2,3	Carta a los accionistas	0,746	0,746
3	INFORMACIÓN DE LA EMPRESA	0,429	0,442
3,1	Perfil de la empresa	0,571	0,603
3,2	Estructura organizacional	0,190	0,222
3,3	Historia	0,556	0,587
3,4	Marco estratégico	0,460	0,460
3,5	Misión	0,238	0,254
3,6	Visión	0,286	0,270
3,7	Certificaciones y acreditaciones	0,698	0,698
4	GOBIERNO CORPORATIVO	0,306	0,300
4,1	Código de buen gobierno	0,524	0,508
4,2	Estructura de gobierno	0,190	0,159
4,3	Informe anual de gobierno corporativo	0,571	0,571
4,4	Cumplimiento del código de buen gobierno	0,556	0,556
4,5	Procesos de selección y política de remuneración de altos directivos	0,000	0,000
4,6	Estructura de control interno	0,063	0,079
4,7	Estructura de control externo	0,063	0,063
4,8	Transparencia y anticorrupción (manual conflictos de int., p.e.)	0,476	0,460

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
0,385	0,411	0,395	0,395	0,389	0,421
1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
0,730	0,794	0,746	0,714	0,730	0,794
0,619	0,683	0,683	0,635	0,619	0,698
0,079	0,095	0,063	0,095	0,079	0,095
0,032	0,048	0,032	0,048	0,032	0,048
0,032	0,048	0,016	0,048	0,032	0,048
0,349	0,349	0,349	0,365	0,365	0,381
0,238	0,270	0,270	0,254	0,254	0,302
0,841	0,841	0,831	0,831	0,847	0,847
0,905	0,905	0,889	0,889	0,905	0,905
0,857	0,857	0,857	0,857	0,873	0,873
0,762	0,762	0,746	0,746	0,762	0,762
0,460	0,458	0,553	0,576	0,594	0,644
0,587	0,603	0,762	0,794	0,778	0,825
0,206	0,206	0,254	0,286	0,270	0,270
0,603	0,587	0,667	0,698	0,714	0,762
0,492	0,524	0,492	0,492	0,524	0,556
0,286	0,254	0,476	0,524	0,556	0,635
0,317	0,302	0,524	0,540	0,587	0,651
0,730	0,730	0,698	0,698	0,730	0,810
0,312	0,327	0,490	0,494	0,504	0,520
0,524	0,556	0,921	0,937	0,952	0,952
0,175	0,206	0,238	0,206	0,222	0,302
0,571	0,603	0,905	0,921	0,937	0,937
0,571	0,603	0,905	0,921	0,937	0,937
0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,048
0,079	0,079	0,063	0,079	0,079	0,079
0,063	0,063	0,063	0,063	0,063	0,063
0,508	0,508	0,825	0,825	0,841	0,841

TABLA 2. (Continuación) Evolución de la revelación de información en Perú

PERÚ COMPONENTES Y PREGUNTAS DEL ÍNDICE		INFORMES	
		2010	2011
5	RESPONSABILIDAD CORPORATIVA	0,581	0,590
5,1	Relacionamiento con grupos de interés	0,698	0,730
5,2	Resultados de la RSE con grupos de interés	0,603	0,635
5,3	Reporte de sostenibilidad	0,413	0,413
5,4	Proyectos de protección ambiental	0,603	0,603
5,5	Inversiones ambientales	0,587	0,571
6	INFORME ECONÓMICO	0,656	0,651
6,1	Resumen de estado de resultados	0,778	0,730
6,2	Resumen de balance general	0,556	0,556
6,3	Indicadores financieros	0,667	0,651
6,4	Rendimiento de inversiones	0,698	0,698
6,5	Ejecución presupuestal	0,635	0,651
6,6	Evolución de la acción en el mercado	0,603	0,619
7	GESTIÓN DE RIESGOS	0,407	0,386
7,1	Identificación de riesgos	0,540	0,540
7,2	Mapa de riesgos	0,444	0,444
7,3	Asuntos legales	0,238	0,175
8	DIMENSIÓN SOCIAL	0,388	0,379
8,1	Atracción y retención de talento humano	0,651	0,651
8,2	Perfil y clasificación de trabajadores (tablas salariales)	0,175	0,190
8,3	Gestión de la cultura y el ambiente laboral	0,365	0,333
8,4	Clima organizacional	0,381	0,349
8,5	Proyectos de bienestar para los trabajadores	0,587	0,571
8,6	Salud ocupacional	0,556	0,556
8,7	Ausentismo laboral	0,000	0,000
9	RESPONSABILIDAD CON OTROS GRUPOS DE INTERÉS	0,413	0,455
9,1	Relación con los proveedores	0,286	0,317
9,2	Relación con los accionistas	0,429	0,476
9,3	Relación con los clientes y los productos	0,524	0,571
TOTAL		0,461	0,463
Número de empresas		63	63

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
0,594	0,590	0,616	0,629	0,632	0,667
0,730	0,714	0,714	0,746	0,746	0,746
0,635	0,635	0,619	0,651	0,651	0,698
0,413	0,413	0,460	0,476	0,476	0,492
0,603	0,603	0,651	0,651	0,651	0,714
0,587	0,587	0,635	0,619	0,635	0,683
0,653	0,659	0,815	0,815	0,820	0,820
0,746	0,746	0,984	0,984	0,984	0,984
0,556	0,524	0,667	0,667	0,667	0,635
0,667	0,667	0,810	0,794	0,810	0,810
0,698	0,730	0,825	0,825	0,825	0,857
0,667	0,667	0,762	0,778	0,794	0,794
0,587	0,619	0,841	0,841	0,841	0,841
0,370	0,402	0,429	0,407	0,402	0,434
0,492	0,524	0,587	0,587	0,556	0,587
0,397	0,429	0,460	0,460	0,429	0,460
0,222	0,254	0,238	0,175	0,222	0,254
0,395	0,406	0,433	0,424	0,444	0,454
0,651	0,698	0,698	0,698	0,714	0,746
0,190	0,206	0,190	0,206	0,206	0,222
0,381	0,397	0,429	0,397	0,444	0,460
0,397	0,397	0,460	0,429	0,476	0,476
0,571	0,587	0,635	0,619	0,635	0,635
0,571	0,556	0,619	0,619	0,635	0,635
0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
0,455	0,429	0,492	0,534	0,534	0,577
0,317	0,286	0,381	0,413	0,413	0,476
0,476	0,476	0,508	0,556	0,556	0,587
0,571	0,524	0,587	0,635	0,635	0,667
0,469	0,477	0,544	0,549	0,557	0,581
63	63	63	63	63	63

TABLA 3. Revelación de información en Perú, según la bursatilidad de la empresa y la identidad del accionista mayoritario

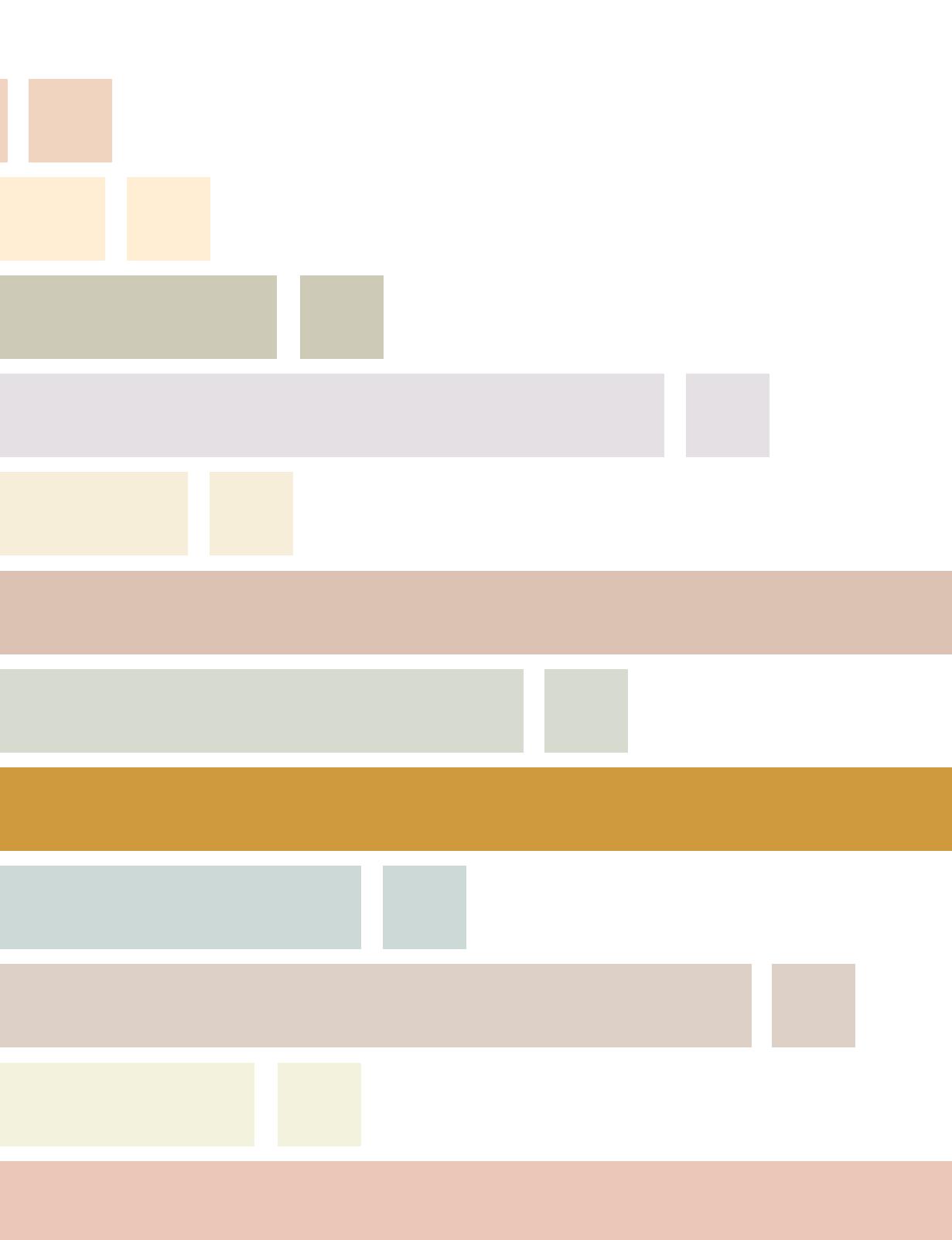
PERÚ BURSATILIDAD	INFORMES	
	2010	2011
Baja		
Número de empresas	54	54
Índice de revelación	0,444	0,441
Alta		
Número de empresas	9	9
Índice de revelación	0,562	0,591
TOTAL	0,461	0,463
Número de empresas	63	63
PERÚ IDENTIDAD ACCIONISTA MAYORITARIO	INFORMES	
	2010	2011
Estatal		
Número de empresas	1	1
Índice de revelación	0,720	0,720
Bancos		
Número de empresas	2	2
Índice de revelación	0,430	0,430
Fondos de pensiones u otros institucionales		
Número de empresas	18	18
Índice de revelación	0,433	0,424
Otras empresas domésticas		
Número de empresas	14	14
Índice de revelación	0,543	0,540
Multinacionales		
Número de empresas	23	23
Índice de revelación	0,443	0,456
Familias o empresas familiares		
Número de empresas	5	5
Índice de revelación	0,380	0,376
TOTAL	0,461	0,463
Número de empresas	63	63

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
54	54	54	54	54	54
0,454	0,459	0,530	0,531	0,543	0,565
9	9	9	9	9	9
0,560	0,589	0,627	0,660	0,640	0,673
0,469	0,477	0,544	0,549	0,557	0,581
63	63	63	63	63	63
DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
1	1	1	1	1	1
0,720	0,720	0,740	0,740	0,740	0,740
2	2	2	2	2	2
0,450	0,500	0,440	0,440	0,460	0,560
18	18	18	18	18	18
0,436	0,437	0,518	0,513	0,523	0,541
14	14	14	14	14	14
0,570	0,584	0,583	0,586	0,613	0,633
23	23	23	23	23	23
0,443	0,454	0,546	0,563	0,557	0,583
5	5	5	5	5	5
0,380	0,376	0,524	0,520	0,524	0,544
0,469	0,477	0,544	0,549	0,557	0,581
63	63	63	63	63	63

TABLA 4. Revelación de información de las empresas por sectores en Perú

PERÚ INDUSTRIA	INFORMES	
	2010	2011
Servicios Financieros		
Número de empresas	8	8
Índice de revelación	0,478	0,505
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Pesca		
Número de empresas	1	1
Índice de revelación	0,380	0,380
Explotación de minas y canteras		
Número de empresas	13	13
Índice de revelación	0,482	0,463
Industrias manufactureras		
Número de empresas	21	21
Índice de revelación	0,393	0,389
Suministro de electricidad, gas y agua		
Número de empresas	5	5
Índice de revelación	0,632	0,632
Construcción		
Número de empresas	5	5
Índice de revelación	0,428	0,432
Comercio al por mayor y al por menor		
Número de empresas	2	2
Índice de revelación	0,570	0,570
Hoteles y restaurantes		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Transporte, almacenamiento y comunicaciones		
Número de empresas	2	2
Índice de revelación	0,580	0,580
Firmas de inversión (vehículos de inversión)		
Número de empresas	6	6
Índice de revelación	0,457	0,487
Actividades inmobiliarias		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Educación		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Servicios sociales y servicios de salud		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Otras actividades de servicios comunitarios y sociales		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
TOTAL		0,461
Número de empresas		63

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
8	8	8	8	8	8
0,518	0,530	0,555	0,580	0,593	0,633
0	0	0	0	0	0
.
1	1	1	1	1	1
0,400	0,400	0,480	0,480	0,500	0,580
13	13	13	13	13	13
0,488	0,491	0,582	0,575	0,595	0,608
21	21	21	21	21	21
0,399	0,401	0,491	0,490	0,503	0,516
5	5	5	5	5	5
0,632	0,636	0,660	0,660	0,660	0,676
5	5	5	5	5	5
0,424	0,428	0,468	0,468	0,468	0,484
2	2	2	2	2	2
0,570	0,570	0,700	0,700	0,700	0,700
0	0	0	0	0	0
.
2	2	2	2	2	2
0,580	0,580	0,650	0,650	0,650	0,650
6	6	6	6	6	6
0,450	0,503	0,523	0,560	0,533	0,617
0	0	0	0	0	0
.
0	0	0	0	0	0
.
0	0	0	0	0	0
.
0	0	0	0	0	0
.
0,469	0,477	0,544	0,549	0,557	0,581
63	63	63	63	63	63



8. Argentina



8.1. Generalidades

Argentina ha sido un país que tradicionalmente se ha destacado por su desempeño económico en la región, ocupando posiciones entre los primeros lugares en diferentes indicadores económicos. Por ejemplo, cuenta con el segundo PIB per cápita de la región, después de Chile, y el tercer PIB más alto en términos nominales o a valores de paridad de poder adquisitivo, después de Brasil y México.

Sin embargo, este patrón no se conserva al evaluar su mercado de capitales. En términos de capitalización bursátil (precio de las acciones multiplicado por la cantidad de acciones en circulación), la Bolsa de Comercio de Buenos Aires es superada por las bolsas de valores de Brasil, México, Chile, Colombia y Perú. La capitalización bursátil en los mercados de capitales de estos países, en comparación con la de Argentina, es de 36, 15, 9, 8 y 3 veces respectivamente, según datos proporcionados por el Banco Mundial a 2012.

La tabla 1 muestra los índices de revelación a través de informes de gestión y de revelación total para las empresas argentinas incluidas en la muestra. Nuevamente el informe de gestión incluye el 80% de la información que las empresas revelan a los diferentes grupos de interés. La evolución de los índices de revelación es moderada y muestra variaciones entre el año 2010 y el 2013 en términos absolutos de 3,2% en el índice de revelación a través de informes de gestión, y de 4,7% en el índice de revelación total. No obstante, la revelación de las empresas argentinas está durante todo el periodo por debajo de la revelación promedio que realizan las empresas de la región. Por ejemplo, en el 2013 el índice de revelación total de la región fue de 59,7%, mientras que el de Argentina fue de 55,9%.

Al revisar la revelación a través de los diferentes componentes del índice, tal y como sucede en la mayoría de países, las empresas son menos transparentes en lo relacionado con sus juntas directivas, su gobierno corporativo y la relación con los empleados o dimensión social. El índice de revelación total para el componente de junta directiva para el año 2013 es de tan solo 32,9%, y el de revelación a través de informes de gestión es únicamente de 23,1%. Por su parte, el índice de revelación total para el año 2013 del componente de dimensión social es de 37,3% y el de gobierno corporativo es de 48,1%. El otro componente con revelación inferior al promedio del país es el de información de la empresa, lo que implica un descuido por parte de las firmas argentinas, pues es un componente en el que se puede tener un alto nivel de revelación dando a conocer aspectos que deben ser de dominio público, como la misión y visión de la empresa, su perfil, estructura organizacional e historia. Los componentes de mayor revelación nuevamente son el resumen ejecutivo y el informe económico; pero, al igual que en el caso peruano, los índices de revelación de estos componentes están por debajo del 90%, cuando el promedio de la región supera este porcentaje.

TABLA 1. Evolución de la revelación de información en Argentina

ARGENTINA COMPONENTES DEL ÍNDICE		INFORMES DE GESTIÓN		
		2010	2011	2012
1	Junta directiva	0,201	0,217	0,223
2	Resumen ejecutivo	0,877	0,891	0,884
3	Información de la empresa	0,311	0,323	0,323
4	Gobierno corporativo	0,353	0,353	0,378
5	Responsabilidad corporativa	0,409	0,409	0,443
6	Informe económico	0,645	0,656	0,681
7	Gestión de riesgos	0,601	0,601	0,601
8	Dimensión social	0,292	0,295	0,320
9	Responsabilidad con otros grupos de interés	0,543	0,543	0,558
Total		0,413	0,420	0,435
Número de empresas		46	46	46

8.2. Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes

Un análisis a la revelación de los elementos que conforman el índice permite entender qué aspectos son críticos para las empresas argentinas y en cuáles pueden mejorar sus niveles de transparencia. La tabla 2 deja en evidencia que para el componente de junta directiva tan solo el 2,2% de las empresas revela el porcentaje de asistencia de sus directores a las reuniones de la junta directiva y da a conocer los procesos a través de los cuales son seleccionados y elegidos. Por otro lado, únicamente el 15,2% revela el perfil de los miembros de junta directiva, el 19,6% el nombre de los integrantes de los comités de apoyo a este órgano de gobierno, el 21,7% el esquema de remuneración de los directores, y el 39,1% los nombres de los

	DIFERENCIA	REVELACIÓN TOTAL				DIFERENCIA
2013	2013-2010	2010	2011	2012	2013	2013-2010
0,231	0,030	0,293	0,299	0,304	0,329	0,035
0,870	-0,007	0,877	0,891	0,884	0,870	-0,007
0,335	0,025	0,506	0,519	0,519	0,556	0,050
0,391	0,038	0,413	0,405	0,435	0,481	0,068
0,483	0,074	0,548	0,570	0,583	0,643	0,096
0,667	0,022	0,841	0,848	0,873	0,859	0,018
0,609	0,007	0,638	0,638	0,638	0,645	0,007
0,335	0,043	0,320	0,329	0,348	0,373	0,053
0,565	0,022	0,609	0,609	0,623	0,681	0,072
0,444	0,032	0,512	0,518	0,531	0,559	0,047
46	46	46	46	46	46	46

comités con los que la empresa cuenta para soportar la labor de la junta directiva. Aunque los demás elementos de este componente superan la media, se encuentran casos en los que las empresas ni siquiera comunican los nombres de los directores.

Respecto a los elementos que conforman el componente de gobierno corporativo, escasamente el 4,3% de las empresas revela la estructura de control externo, el 10,9% informa sobre los procesos a través de los cuales selecciona sus altos directivos y la política de remuneración fijada para los mismos, el 21,7% explica su estructura de gobierno, y el 23,9% da a conocer su estructura de control interno. Los elementos que la gran mayoría de empresas revelan en este componente son el código de buen gobierno y el informe anual de gobierno corporativo (87% de las empresas).

En relación con el componente de dimensión social o relacionamiento con los empleados, la mayoría de empresas no revela información sobre el ausentismo laboral (solo 2,2%), ni tampoco sobre los perfiles de los empleados y políticas de remuneración de los mismos (17,4%). Otros elementos de este componente con revelación por debajo del promedio del país están relacionados con la gestión de

TABLA 2. Evolución de la revelación de información en Argentina

ARGENTINA COMPONENTES Y PREGUNTAS DEL ÍNDICE		INFORMES	
		2010	2011
1	JUNTA DIRECTIVA	0,201	0,217
1,1	Nombres de los miembros de junta directiva	0,543	0,587
1,2	Carácter de interno o externo	0,304	0,348
1,3	Perfil de los miembros de la junta	0,130	0,130
1,4	Remuneración de los miembros de la junta	0,196	0,196
1,5	Asistencia a las reuniones	0,022	0,022
1,6	Procesos de selección y elección de los miembros de la junta directiva	0,000	0,022
1,7	Nombre de los comités	0,283	0,283
1,8	Integrantes de los comités	0,130	0,152
2	RESUMEN EJECUTIVO	0,877	0,891
2,1	Resumen general de la operación del año	0,891	0,913
2,2	Resumen de la información financiera	0,957	0,957
2,3	Carta a los accionistas	0,783	0,804
3	INFORMACIÓN DE LA EMPRESA	0,311	0,323
3,1	Perfil de la empresa	0,348	0,348
3,2	Estructura organizacional	0,217	0,239
3,3	Historia	0,196	0,217
3,4	Marco estratégico	0,500	0,500
3,5	Misión	0,196	0,217
3,6	Visión	0,196	0,217
3,7	Certificaciones y acreditaciones	0,522	0,522
4	GOBIERNO CORPORATIVO	0,353	0,353
4,1	Código de buen gobierno	0,587	0,587
4,2	Estructura de gobierno	0,065	0,065
4,3	Informe anual de gobierno corporativo	0,717	0,717
4,4	Cumplimiento del código de buen gobierno	0,587	0,587
4,5	Procesos de selección y política de remuneración de altos directivos	0,087	0,087
4,6	Estructura de control interno	0,152	0,152
4,7	Estructura de control externo	0,043	0,043
4,8	Transparencia y anticorrupción (manual conflictos de int., p.e.)	0,587	0,587

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
0,223	0,231	0,293	0,299	0,304	0,329
0,587	0,609	0,891	0,891	0,891	0,957
0,348	0,348	0,674	0,674	0,674	0,674
0,130	0,130	0,152	0,152	0,152	0,152
0,196	0,217	0,196	0,196	0,196	0,217
0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022
0,022	0,022	0,000	0,022	0,022	0,022
0,326	0,348	0,283	0,283	0,326	0,391
0,152	0,152	0,130	0,152	0,152	0,196
0,884	0,870	0,877	0,891	0,884	0,870
0,913	0,891	0,891	0,913	0,913	0,891
0,957	0,935	0,957	0,957	0,957	0,935
0,783	0,783	0,783	0,804	0,783	0,783
0,323	0,335	0,506	0,519	0,519	0,556
0,348	0,348	0,761	0,761	0,761	0,783
0,261	0,261	0,326	0,348	0,370	0,370
0,196	0,217	0,457	0,478	0,457	0,565
0,500	0,500	0,522	0,522	0,522	0,522
0,217	0,239	0,478	0,500	0,500	0,565
0,196	0,217	0,457	0,478	0,457	0,500
0,543	0,565	0,543	0,543	0,565	0,587
0,378	0,391	0,413	0,405	0,435	0,481
0,609	0,652	0,696	0,696	0,739	0,870
0,065	0,065	0,109	0,087	0,109	0,217
0,761	0,783	0,826	0,804	0,848	0,870
0,630	0,652	0,696	0,674	0,717	0,739
0,087	0,087	0,087	0,087	0,087	0,109
0,196	0,217	0,174	0,174	0,217	0,239
0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043
0,630	0,630	0,674	0,674	0,717	0,761

TABLA 2. (Continuación) Evolución de la revelación de información en Argentina

ARGENTINA COMPONENTES Y PREGUNTAS DEL ÍNDICE		INFORMES	
		2010	2011
5	RESPONSABILIDAD CORPORATIVA	0,409	0,409
5,1	Relacionamiento con grupos de interés	0,478	0,478
5,2	Resultados de la RSE con grupos de interés	0,391	0,391
5,3	Reporte de sostenibilidad	0,239	0,239
5,4	Proyectos de protección ambiental	0,522	0,522
5,5	Inversiones ambientales	0,413	0,413
6	INFORME ECONÓMICO	0,645	0,656
6,1	Resumen de estado de resultados	0,761	0,783
6,2	Resumen de balance general	0,739	0,761
6,3	Indicadores financieros	0,696	0,696
6,4	Rendimiento de inversiones	0,783	0,804
6,5	Ejecución presupuestal	0,717	0,717
6,6	Evolución de la acción en el mercado	0,174	0,174
7	GESTIÓN DE RIESGOS	0,601	0,601
7,1	Identificación de riesgos	0,783	0,783
7,2	Mapa de riesgos	0,587	0,587
7,3	Asuntos legales	0,435	0,435
8	DIMENSIÓN SOCIAL	0,292	0,295
8,1	Atracción y retención de talento humano	0,565	0,565
8,2	Perfil y clasificación de trabajadores (tablas salariales)	0,152	0,152
8,3	Gestión de la cultura y el ambiente laboral	0,304	0,304
8,4	Clima organizacional	0,261	0,283
8,5	Proyectos de bienestar para los trabajadores	0,478	0,478
8,6	Salud ocupacional	0,261	0,261
8,7	Ausentismo laboral	0,022	0,022
9	RESPONSABILIDAD CON OTROS GRUPOS DE INTERÉS	0,543	0,543
9,1	Relación con los proveedores	0,348	0,348
9,2	Relación con los accionistas	0,543	0,543
9,3	Relación con los clientes y los productos	0,739	0,739
TOTAL		0,413	0,420
Número de empresas		46	46

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
0,443	0,483	0,548	0,570	0,583	0,643
0,522	0,565	0,630	0,652	0,674	0,761
0,435	0,500	0,565	0,587	0,609	0,696
0,261	0,283	0,370	0,391	0,391	0,413
0,565	0,587	0,652	0,674	0,696	0,739
0,435	0,478	0,522	0,543	0,543	0,609
0,681	0,667	0,841	0,848	0,873	0,859
0,826	0,804	0,957	0,957	0,978	0,957
0,783	0,761	0,891	0,913	0,935	0,913
0,739	0,717	0,717	0,717	0,761	0,739
0,848	0,826	0,783	0,804	0,848	0,826
0,739	0,739	0,739	0,739	0,761	0,761
0,152	0,152	0,957	0,957	0,957	0,957
0,601	0,609	0,638	0,638	0,638	0,645
0,783	0,804	0,848	0,848	0,848	0,870
0,587	0,587	0,630	0,630	0,630	0,630
0,435	0,435	0,435	0,435	0,435	0,435
0,320	0,335	0,320	0,329	0,348	0,373
0,609	0,630	0,609	0,630	0,652	0,696
0,174	0,174	0,152	0,152	0,174	0,174
0,326	0,348	0,348	0,348	0,370	0,391
0,304	0,326	0,283	0,304	0,326	0,348
0,522	0,543	0,522	0,543	0,565	0,609
0,283	0,304	0,304	0,304	0,326	0,370
0,022	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022
0,558	0,565	0,609	0,609	0,623	0,681
0,370	0,370	0,435	0,435	0,457	0,543
0,565	0,587	0,565	0,565	0,587	0,630
0,739	0,739	0,826	0,826	0,826	0,870
0,435	0,444	0,512	0,518	0,531	0,559
46	46	46	46	46	46

la cultura y el ambiente laboral, el clima organizacional, y la salud ocupacional en la empresa. Por otra parte, en el componente de información de la empresa, el elemento de menor revelación es la estructura organizacional, y los demás elementos presentan una revelación alrededor de la media. Entre ellos está la misión, visión, historia y marco estratégico de la empresa.

Llama la atención igualmente que algunos aspectos relacionados con la información económica, como los indicadores financieros y revelación sobre la ejecución presupuestal, presenten porcentajes de revelación inferiores al 80%. Lo anterior porque es usual observar altos niveles de revelación en estos elementos que son de utilidad general para los accionistas y otros grupos de interés, y que las empresas regularmente ponen a disposición de los interesados a través de diferentes canales de comunicación.

8.3. Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario

El Mercado de Valores de Buenos Aires, Merval, cuenta con diferentes índices para evaluar el rendimiento del mercado a través del tiempo. Para realizar la clasificación de las empresas entre las más y las menos bursátiles se utilizó el índice Merval 25, creado el 1 de enero de 2013 para medir el comportamiento de una canasta teórica conformada por las 25 acciones más bursátiles en este mercado de valores. Tal como sucede en el resto de países de la región, la tabla 3 muestra que las empresas más bursátiles son aquellas con mayores índices de revelación. Mientras que las empresas de baja bursatilidad cuentan para el 2013 con un índice de revelación de información a través de informes de gestión de 41,3% y de revelación total de 53,2%, las más transadas en el mercado muestran índices a través de informes de gestión y de revelación total de 48,9% y 59,7% respectivamente. Lo anterior implica una diferencia en términos absolutos de 7,7% (informes de gestión) y 6,5% (revelación total).

Por otra parte, al clasificar las empresas de acuerdo con la identidad del accionista mayoritario, aquellas bajo el control de multinacionales, bancos y fondos de pensiones u otros inversionistas institucionales muestran ser las más opacas en el caso de Argentina. Estos tres grupos de empresas tienen índices de revelación total inferiores al promedio del país para el año 2013. Las empresas controladas por multinacionales exhiben un índice de revelación total de 50,8%; las controladas por bancos, de 51,3%; y las controladas por fondos de pensiones, de 51,8%; mientras que el índice promedio en este mercado es de 55,9%. Nuevamente, dentro de las empresas con mayor nivel de revelación están las empresas bajo control estatal, con un índice promedio de 60%, y las empresas bajo el control de familias, con un índice promedio de 63%. Este buen comportamiento de las empresas controladas por familias puede deberse al interés de estas últimas por contar con una buena reputación en el mercado, lo que las lleva a adoptar buenas prácticas.

8.4. Revelación por sectores productivos

Al analizar la revelación de las empresas de acuerdo con el sector industrial en el que desarrollan su actividad principal, la tabla 4 muestra tres sectores con un nivel de revelación inferior al promedio de las empresas argentinas. El sector más opaco es el de firmas o vehículos de inversión, el cual presenta un índice de revelación total de tan solo 28,7% para el año 2013. Lo anterior, comparado con el índice promedio del país (55,9%), representa una gran diferencia. Como se ha discutido previamente, estas firmas regularmente son utilizadas para controlar inversiones en otras empresas por parte de inversionistas individuales o familias adineradas, y su baja revelación muestra una resistencia a la adopción de buenas prácticas, probablemente para favorecer los intereses de aquellos que las controlan. Los otros dos sectores con bajo nivel de revelación son el de transporte, almacenamiento y comunicaciones; y el de agricultura, ganadería, caza y silvicultura, con índices de revelación total promedio de 49,6% y 50%. Por otra parte, los cinco sectores con mayor nivel de transparencia son los de otras actividades de servicios comunitarios y sociales, construcción, comercio al por mayor y al por menor, industrias manufactureras y servicios financieros.

TABLA 3. Revelación de información en Argentina, según la bursatilidad de la empresa y la identidad del accionista mayoritario

ARGENTINA BURSATILIDAD	INFORMES	
	2010	2011
Baja		
Número de empresas	27	27
Índice de revelación	0,374	0,377
Alta		
Número de empresas	19	19
Índice de revelación	0,467	0,480
TOTAL	0,413	0,420
Número de empresas	46	46
ARGENTINA IDENTIDAD ACCIONISTA MAYORITARIO	INFORMES	
	2010	2011
Estatal		
Número de empresas	4	4
Índice de revelación	0,385	0,445
Bancos		
Número de empresas	3	3
Índice de revelación	0,393	0,393
Fondos de pensiones u otros institucionales		
Número de empresas	12	12
Índice de revelación	0,407	0,407
Otras empresas domésticas		
Número de empresas	13	13
Índice de revelación	0,429	0,435
Multinacionales		
Número de empresas	8	8
Índice de revelación	0,383	0,383
Familias o empresas familiares		
Número de empresas	6	6
Índice de revelación	0,457	0,457
TOTAL	0,413	0,420
Número de empresas	46	46

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
27	27	27	27	27	27
0,397	0,413	0,474	0,479	0,495	0,532
19	19	19	19	19	19
0,488	0,489	0,565	0,574	0,583	0,597
0,435	0,444	0,512	0,518	0,531	0,559
46	46	46	46	46	46
DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
4	4	4	4	4	4
0,540	0,545	0,435	0,510	0,570	0,600
3	3	3	3	3	3
0,380	0,440	0,427	0,427	0,413	0,513
12	12	12	12	12	12
0,407	0,418	0,480	0,480	0,482	0,518
13	13	13	13	13	13
0,454	0,462	0,543	0,543	0,563	0,592
8	8	8	8	8	8
0,383	0,383	0,505	0,505	0,505	0,508
6	6	6	6	6	6
0,477	0,477	0,610	0,610	0,630	0,630
0,435	0,444	0,512	0,518	0,531	0,559
46	46	46	46	46	46

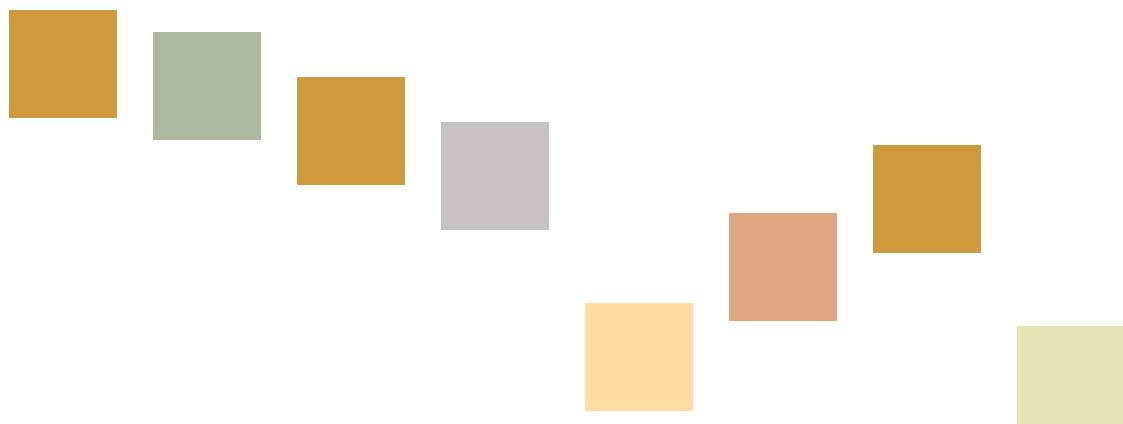
TABLA 4. Revelación de información de las empresas por sectores en Argentina

ARGENTINA INDUSTRIA	INFORMES	
	2010	2011
Servicios Financieros		
Número de empresas	7	7
Índice de revelación	0,449	0,483
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura		
Número de empresas	2	2
Índice de revelación	0,280	0,280
Pesca		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Explotación de minas y canteras		
Número de empresas	3	3
Índice de revelación	0,353	0,353
Industrias manufactureras		
Número de empresas	15	15
Índice de revelación	0,431	0,436
Suministro de electricidad, gas y agua		
Número de empresas	7	7
Índice de revelación	0,417	0,417
Construcción		
Número de empresas	1	1
Índice de revelación	0,560	0,560
Comercio al por mayor y al por menor		
Número de empresas	2	2
Índice de revelación	0,460	0,460
Hoteles y restaurantes		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.

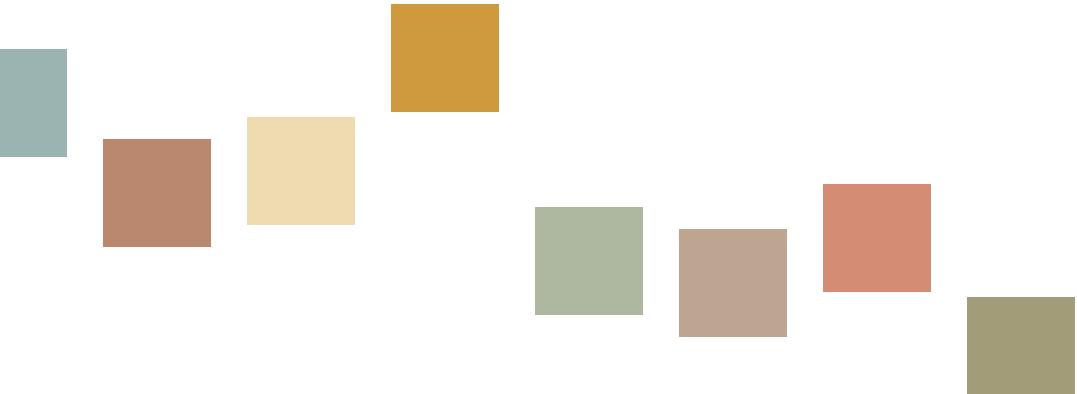
DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
7	7	7	7	7	7
0,506	0,534	0,494	0,546	0,549	0,591
2	2	2	2	2	2
0,280	0,350	0,420	0,420	0,420	0,500
0	0	0	0	0	0
.
3	3	3	3	3	3
0,413	0,413	0,500	0,480	0,540	0,567
15	15	15	15	15	15
0,444	0,444	0,583	0,583	0,591	0,592
7	7	7	7	7	7
0,451	0,460	0,486	0,486	0,523	0,577
1	1	1	1	1	1
0,560	0,560	0,620	0,620	0,620	0,620
2	2	2	2	2	2
0,460	0,460	0,600	0,600	0,600	0,600
0	0	0	0	0	0
.

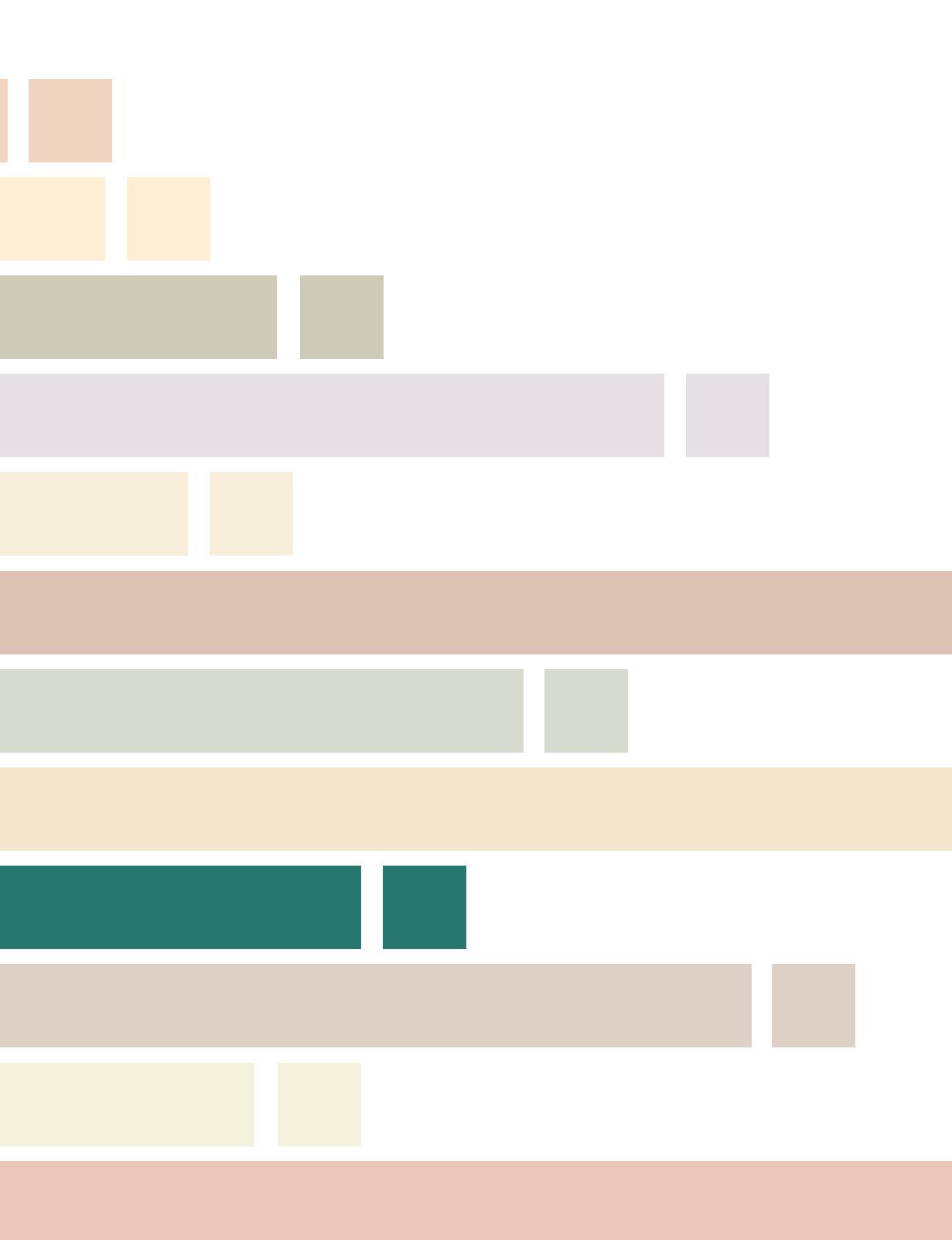
TABLA 4. (Continuación) Revelación de información de las empresas por sectores en Argentina

ARGENTINA INDUSTRIA	INFORMES	
	2010	2011
Transporte, almacenamiento y comunicaciones		
Número de empresas	5	5
Índice de revelación	0,396	0,396
Firmas de inversión (vehículos de inversión)		
Número de empresas	3	3
Índice de revelación	0,220	0,220
Actividades inmobiliarias		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Educación		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Servicios sociales y servicios de salud		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Otras actividades de servicios comunitarios y sociales		
Número de empresas	1	1
Índice de revelación	0,720	0,720
TOTAL		0,413
Número de empresas	46	46



DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
5	5	5	5	5	5
0,396	0,404	0,452	0,452	0,452	0,496
3	3	3	3	3	3
0,220	0,220	0,247	0,247	0,253	0,287
0	0	0	0	0	0
0.
0	0	0	0	0	0
.
0	0	0	0	0	0
.
1	1	1	1	1	1
0,720	0,720	0,780	0,780	0,780	0,780
0,435	0,444	0,512	0,518	0,531	0,559
46	46	46	46	46	46





9. Chile



9.1. Generalidades

El análisis de las prácticas de gobierno corporativo, y específicamente de la revelación corporativa en las empresas chilenas, resulta relevante para los países de la región en general y para los países del MILA en particular.

Chile es el país con mayor PIB per cápita; mejor calificación de deuda soberana; el segundo país en recibir un mayor monto de inversión extranjera directa después de Brasil; pertenece, junto con México, a la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos); cuenta con la tercera bolsa de mayor capitalización bursátil después de las de Brasil y México; cuenta con el mayor índice de desarrollo humano de América Latina; tiene la mejor posición en América Latina en el índice de percepción de corrupción publicado anualmente por Transparencia Internacional; y es clasificado como un país de desarrollo humano muy alto por las Naciones Unidas. Su buen desempeño en términos económicos lo convierte en un referente en la región. Al hacer parte de la Alianza Pacífico y el MILA (junto con Colombia, México y Perú), es además un país de interés para Colombia.

La tabla 1 muestra el promedio de los índices de revelación de información que presentan las empresas chilenas incluidas en este estudio. El índice de revelación total promedio para el años 2013 es de 54,8%, el más bajo de la región, y solo superior al de las once empresas de baja, mínima y nula bursatilidad que se analizaron para el caso colombiano. Este bajo nivel de revelación puede ser el resultado de la percepción de las empresas respecto a la necesidad de adoptar buenas prácticas. Es decir, la alta gerencia de las empresas chilenas puede percibir como innecesaria la adopción de altos estándares de gobierno a nivel empresa dadas las características del entorno en el que operan.

Para entender mejor lo anterior, es necesario tener en cuenta que, como se discute a profundidad en los antecedentes teóricos incluidos en el capítulo 11, la protección a los inversionistas puede ser ofrecida a nivel país. Lo anterior implica contar con unas instituciones fuertes y normas claras que regulen la relación entre las empresas y sus inversionistas. Esta protección a través de las normas debe complementarse con una alta aplicabilidad o coercitividad de la ley para que, en caso de un incumplimiento de los compromisos adquiridos por las contrapartes, estos se hagan cumplir. Si el país no cuenta con instituciones fuertes, las empresas pueden adoptar buenas prácticas de gobierno para señalar a los inversionistas su compromiso a no expropiarlos. A este fenómeno se le denomina convergencia funcional. Por lo tanto, en el caso chileno, las empresas pueden sentirse tan respaldadas por su entorno institucional que no se sienten presionadas a adoptar buenas prácticas a nivel de firma, entre las que se encuentra la transparencia o revelación de información.

TABLA 1. Evolución de la revelación de información en Chile

CHILE COMPONENTES DEL ÍNDICE		INFORMES DE GESTIÓN		
		2010	2011	2012
1	Junta directiva	0,427	0,431	0,435
2	Resumen ejecutivo	0,965	0,965	0,965
3	Información de la empresa	0,550	0,550	0,550
4	Gobierno corporativo	0,090	0,095	0,102
5	Responsabilidad corporativa	0,279	0,292	0,288
6	Informe económico	0,913	0,914	0,903
7	Gestión de riesgos	0,694	0,697	0,707
8	Dimensión social	0,216	0,228	0,221
9	Responsabilidad con otros grupos de interés	0,606	0,611	0,614
Total		0,463	0,468	0,468
Número de empresas		132	132	132

Las columnas de diferencias entre el año 2010 y el 2013, tanto para el índice de revelación a través de informes de gestión como para el de revelación total, dejan ver que la revelación en Chile ha presentado una tendencia muy ligera al alza, lo que permite afirmar que en términos generales las empresas chilenas no han modificado, durante el periodo en estudio, sus políticas de gobierno para mitigar la opacidad que las caracteriza. Al evaluar la revelación para los diferentes componentes que conforman el índice de revelación, cuatro de ellos están por debajo de la media de revelación total en el país para el año 2013. Siguiendo la tendencia de la región, estos cuatro componentes son el de la dimensión social o relación con los empleados, la responsabilidad corporativa, gobierno corporativo y juntas directivas, todos ellos con promedios de revelación inferiores al 50%. Por otra parte, los componentes de mayor revelación son el de resumen ejecutivo y el informe económico, los cuales presentan índices de revelación superiores al 90%.

	DIFERENCIA	REVELACIÓN TOTAL				DIFERENCIA
2013	2013-2010	2010	2011	2012	2013	2013-2010
0,438	0,011	0,444	0,446	0,451	0,458	0,014
0,965	0,000	0,967	0,967	0,967	0,967	0,000
0,554	0,004	0,618	0,618	0,614	0,622	0,004
0,116	0,027	0,287	0,291	0,302	0,428	0,141
0,282	0,003	0,326	0,341	0,332	0,335	0,009
0,902	-0,011	0,936	0,936	0,928	0,926	-0,010
0,699	0,005	0,710	0,712	0,722	0,715	0,005
0,224	0,008	0,237	0,244	0,239	0,244	0,006
0,609	0,003	0,664	0,667	0,669	0,669	0,005
0,470	0,007	0,522	0,525	0,526	0,548	0,026
132	132	132	132	132	132	132

9.2. Aspectos con mayor y menor nivel de revelación por componentes

La revisión de los diferentes elementos que hacen parte de cada componente del índice se presenta en la tabla 2. Aquí se hacen evidentes no solo los elementos de más bajo nivel de transparencia, sino también aquellos en los que se diferencia sustancialmente Chile de los demás países de América Latina. Por ejemplo, al analizar los elementos que conforman el componente de junta directiva, se encuentra que tan solo el 5,3% de las empresas reportan el nivel de

TABLA 2. Evolución de la revelación de información en Chile

CHILE COMPONENTES Y PREGUNTAS DEL ÍNDICE		INFORMES	
		2010	2011
1	JUNTA DIRECTIVA	0,427	0,431
1,1	Nombres de los miembros de junta directiva	0,985	0,992
1,2	Carácter de interno o externo	0,553	0,568
1,3	Perfil de los miembros de la junta	0,083	0,098
1,4	Remuneración de los miembros de la junta	0,848	0,848
1,5	Asistencia a las reuniones	0,015	0,015
1,6	Procesos de selección y elección de los miembros de la junta directiva	0,205	0,197
1,7	Nombre de los comités	0,364	0,364
1,8	Integrantes de los comités	0,364	0,364
2	RESUMEN EJECUTIVO	0,965	0,965
2,1	Resumen general de la operación del año	0,977	0,977
2,2	Resumen de la información financiera	0,977	0,977
2,3	Carta a los accionistas	0,939	0,939
3	INFORMACIÓN DE LA EMPRESA	0,550	0,550
3,1	Perfil de la empresa	0,947	0,955
3,2	Estructura organizacional	0,682	0,674
3,3	Historia	0,879	0,879
3,4	Marco estratégico	0,515	0,515
3,5	Misión	0,189	0,189
3,6	Visión	0,152	0,167
3,7	Certificaciones y acreditaciones	0,485	0,470
4	GOBIERNO CORPORATIVO	0,090	0,095
4,1	Código de buen gobierno	0,174	0,182
4,2	Estructura de gobierno	0,227	0,242
4,3	Informe anual de gobierno corporativo	0,053	0,053
4,4	Cumplimiento del código de buen gobierno	0,083	0,091
4,5	Procesos de selección y política de remuneración de altos directivos	0,061	0,076
4,6	Estructura de control interno	0,038	0,038
4,7	Estructura de control externo	0,023	0,015
4,8	Transparencia y anticorrupción (manual conflictos de int., p.e.)	0,061	0,061

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
0,435	0,438	0,444	0,446	0,451	0,458
0,992	0,992	0,992	0,992	0,992	0,992
0,568	0,568	0,583	0,591	0,591	0,591
0,098	0,098	0,114	0,129	0,129	0,152
0,841	0,841	0,848	0,848	0,841	0,841
0,015	0,023	0,038	0,038	0,045	0,053
0,220	0,220	0,212	0,205	0,227	0,242
0,379	0,394	0,394	0,394	0,409	0,424
0,364	0,371	0,371	0,371	0,371	0,371
0,965	0,965	0,967	0,967	0,967	0,967
0,977	0,977	0,977	0,977	0,977	0,977
0,977	0,977	0,977	0,977	0,977	0,977
0,939	0,939	0,947	0,947	0,947	0,947
0,550	0,554	0,618	0,618	0,614	0,622
0,955	0,962	0,970	0,977	0,977	0,985
0,667	0,674	0,735	0,727	0,720	0,735
0,864	0,871	0,894	0,894	0,879	0,886
0,523	0,530	0,545	0,545	0,553	0,561
0,197	0,205	0,379	0,371	0,364	0,379
0,167	0,174	0,288	0,295	0,288	0,295
0,477	0,462	0,515	0,515	0,515	0,515
0,102	0,116	0,287	0,291	0,302	0,428
0,189	0,205	0,424	0,424	0,439	0,614
0,258	0,295	0,258	0,273	0,295	0,379
0,061	0,068	0,508	0,508	0,530	0,886
0,098	0,106	0,515	0,523	0,530	0,606
0,091	0,098	0,076	0,091	0,106	0,136
0,038	0,045	0,106	0,106	0,106	0,121
0,023	0,030	0,061	0,053	0,061	0,076
0,061	0,083	0,348	0,348	0,348	0,606

TABLA 2 (continuación) – Evolución de la revelación de información en Chile

CHILE COMPONENTES Y PREGUNTAS DEL ÍNDICE		INFORMES	
		2010	2011
5	RESPONSABILIDAD CORPORATIVA	0,279	0,292
5,1	Relacionamiento con grupos de interés	0,364	0,386
5,2	Resultados de la RSE con grupos de interés	0,273	0,280
5,3	Reporte de sostenibilidad	0,098	0,106
5,4	Proyectos de protección ambiental	0,402	0,424
5,5	Inversiones ambientales	0,258	0,265
6	INFORME ECONÓMICO	0,913	0,914
6,1	Resumen de estado de resultados	0,985	0,985
6,2	Resumen de balance general	0,871	0,871
6,3	Indicadores financieros	0,962	0,962
6,4	Rendimiento de inversiones	0,977	0,977
6,5	Ejecución presupuestal	0,902	0,902
6,6	Evolución de la acción en el mercado	0,780	0,788
7	GESTIÓN DE RIESGOS	0,694	0,697
7,1	Identificación de riesgos	0,947	0,955
7,2	Mapa de riesgos	0,735	0,735
7,3	Asuntos legales	0,402	0,402
8	DIMENSIÓN SOCIAL	0,216	0,228
8,1	Atracción y retención de talento humano	0,280	0,288
8,2	Perfil y clasificación de trabajadores (tablas salariales)	0,129	0,129
8,3	Gestión de la cultura y el ambiente laboral	0,318	0,341
8,4	Clima organizacional	0,250	0,265
8,5	Proyectos de bienestar para los trabajadores	0,273	0,288
8,6	Salud ocupacional	0,220	0,235
8,7	Ausentismo laboral	0,045	0,053
9	RESPONSABILIDAD CON OTROS GRUPOS DE INTERÉS	0,606	0,611
9,1	Relación con los proveedores	0,492	0,508
9,2	Relación con los accionistas	0,705	0,712
9,3	Relación con los clientes y los productos	0,621	0,614
TOTAL		0,463	0,468
Número de empresas		132	132

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
0,288	0,282	0,326	0,341	0,332	0,335
0,394	0,371	0,394	0,417	0,424	0,402
0,273	0,273	0,318	0,333	0,318	0,326
0,098	0,098	0,182	0,189	0,174	0,205
0,409	0,409	0,455	0,477	0,455	0,462
0,265	0,258	0,280	0,288	0,288	0,280
0,903	0,902	0,936	0,936	0,928	0,926
0,970	0,970	0,985	0,985	0,977	0,977
0,856	0,856	0,879	0,879	0,871	0,871
0,955	0,947	0,962	0,962	0,955	0,947
0,970	0,970	0,977	0,977	0,970	0,970
0,886	0,886	0,902	0,902	0,894	0,886
0,780	0,780	0,909	0,909	0,902	0,902
0,707	0,699	0,710	0,712	0,722	0,715
0,962	0,955	0,947	0,955	0,962	0,955
0,750	0,735	0,742	0,742	0,758	0,742
0,409	0,409	0,439	0,439	0,447	0,447
0,221	0,224	0,237	0,244	0,239	0,244
0,303	0,303	0,303	0,303	0,318	0,318
0,129	0,129	0,129	0,129	0,129	0,129
0,326	0,333	0,341	0,356	0,348	0,356
0,250	0,250	0,273	0,280	0,273	0,273
0,265	0,273	0,318	0,318	0,303	0,311
0,227	0,227	0,250	0,265	0,258	0,265
0,045	0,053	0,045	0,053	0,045	0,053
0,614	0,609	0,664	0,667	0,669	0,669
0,515	0,500	0,553	0,568	0,576	0,576
0,712	0,712	0,758	0,758	0,758	0,758
0,614	0,614	0,682	0,674	0,674	0,674
0,468	0,470	0,522	0,525	0,526	0,548
132	132	132	132	132	132

asistencia de cada uno de sus directores a las reuniones de la junta. Los procesos de selección y elección de los miembros de este órgano de gobierno son dados a conocer tan solo por el 24,2% de las empresas. Además, la revelación de los perfiles profesionales de los directores se presenta únicamente en el 15,2% de las empresas, mientras que los nombres de los comités que apoyan la junta directiva en sus funciones y el nombre de los integrantes de estos comités presentan índices de revelación inferiores al 50%. Sin embargo, mientras que las empresas de la región rara vez dan a conocer la remuneración de sus directores, en el caso chileno el 84,1% de las empresas de la muestra sí lo hacen.

Respecto al componente de gobierno corporativo, de los ocho elementos que lo conforman, cuatro presentan un nivel de revelación inferior al 50%. Específicamente, la estructura de control externo es dada a conocer por el 7,6% de las empresas, mientras que la de control interno es revelada por el 12,1%. Otro aspecto crítico es el de procesos de selección y política de remuneración de altos directivos, que para las empresas chilenas bajo análisis se da a conocer únicamente en el 13,6% de los casos, en contraste a lo expuesto en el párrafo anterior sobre la publicación de la remuneración de sus directivos. Finalmente, la estructura de gobierno es revelada solo por el 37,9% de las empresas analizadas. Estos elementos son los responsables de la opacidad de las empresas chilenas en relación con su gobierno corporativo.

En el componente de dimensión social o relacionamiento con los empleados, todos los elementos presentan un nivel de revelación inferior al 40%. Información relacionada con el ausentismo laboral, el perfil y clasificación de los trabajadores para efectos de remuneración, y los informes de salud ocupacional son los elementos menos transparentes. De igual manera sucede con el componente de responsabilidad corporativa, en el que todos los elementos reportan una revelación inferior al 50%, y en el que surgen aspectos críticos como el reporte de sostenibilidad, que es proporcionado tan solo por 20,5% de las empresas.

9.3. Bursatilidad e identidad del accionista mayoritario

Para la clasificación de las empresas chilenas de acuerdo con su nivel de bursatilidad, se tuvo en cuenta el Índice de Precio Selectivo de Acciones (IPSA), que es el principal índice bursátil de la Bolsa de Comercio de Santiago. Este índice permite evaluar el comportamiento de las 40 acciones más líquidas en este mercado, una canasta que se revisa anualmente y que incluye empresas representativas de diversos sectores de la economía chilena. La tabla 3 muestra una clara diferencia en las prácticas de revelación entre las empresas de alta y baja bursatilidad en el caso chileno. La revelación en el año 2013 a través de informes de gestión para las empresas más bursátiles implica un índice de 57,7% que, al compararse con el grupo de las menos bursátiles, de 44,3%, muestra una diferencia en términos absolutos de 13,4%. Por otra parte, el índice de revelación total es de 68,7% para las empresas más líquidas en el mercado chileno, superior al índice de revelación total de las empresas menos líquidas, en 17,1% en términos absolutos.

Al comparar la revelación de las empresas más bursátiles en Chile con los diferentes mercados analizados en este estudio, en términos de la revelación a través de informes de gestión las empresas chilenas son superadas únicamente por las colombianas de alta y media bursatilidad. Para el 2013, las primeras muestran un índice de 57,7%; y las segundas, de 58%. Respecto a los índices de revelación total, las empresas chilenas son ligeramente superadas por las colombianas de alta y media bursatilidad, y por las brasileras pertenecientes al Novo Mercado. El índice de revelación total para las empresas colombianas de alta y media bursatilidad para el 2013 es de 70,9%; el de las empresas brasileras pertenecientes al Novo Mercado es de 69,9%; y el de las chilenas más bursátiles, de 68,7%. Lo anterior implica que las empresas de baja bursatilidad son las que hacen que la nota global de revelación en Chile sea baja. Sin embargo, aun considerando este hecho, las empresas más bursátiles en Colombia y Brasil siguen figurando como líderes en revelación y transparencia en la región.

TABLA 3. Revelación de información en Chile, según la bursatilidad de la empresa y la identidad del accionista mayoritario

CHILE BURSATILIDAD	INFORMES	
	2010	2011
Baja		
Número de empresas	105	105
Índice de revelación	0,420	0,441
Alta		
Número de empresas	27	27
Índice de revelación	0,560	0,573
TOTAL	0,463	0,468
Número de empresas	132	132
CHILE IDENTIDAD ACCIONISTA MAYORITARIO	INFORMES	
	2010	2011
Estatal		
Número de empresas	3	3
Índice de revelación	0,413	0,447
Bancos		
Número de empresas	3	3
Índice de revelación	0,367	0,353
Fondos de pensiones u otros institucionales		
Número de empresas	56	56
Índice de revelación	0,481	0,490
Otras empresas domésticas		
Número de empresas	45	45
Índice de revelación	0,450	0,452
Multinacionales		
Número de empresas	21	21
Índice de revelación	0,475	0,475
Familias o empresas familiares		
Número de empresas	4	4
Índice de revelación	0,410	0,410
TOTAL	0,463	0,468
Número de empresas	132	132

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
105	105	105	105	105	105
0,442	0,443	0,480	0,493	0,494	0,516
27	27	27	27	27	27
0,569	0,577	0,660	0,666	0,650	0,687
0,468	0,470	0,522	0,525	0,526	0,548
132	132	132	132	132	132
DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
3	3	3	3	3	3
0,447	0,473	0,440	0,473	0,473	0,533
3	3	3	3	3	3
0,353	0,353	0,373	0,360	0,360	0,387
56	56	56	56	56	56
0,493	0,498	0,539	0,547	0,551	0,574
45	45	45	45	45	45
0,450	0,447	0,515	0,515	0,512	0,526
21	21	21	21	21	21
0,470	0,474	0,530	0,530	0,524	0,559
4	4	4	4	4	4
0,415	0,415	0,490	0,495	0,500	0,525
0,468	0,470	0,522	0,525	0,526	0,548
132	132	132	132	132	132

TABLA 4. Revelación de información de las empresas por sectores en Chile

CHILE INDUSTRIA	INFORMES	
	2010	2011
Servicios Financieros		
Número de empresas	12	12
Índice de revelación	0,433	0,432
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura		
Número de empresas	6	6
Índice de revelación	0,413	0,413
Pesca		
Número de empresas	4	4
Índice de revelación	0,405	0,410
Explotación de minas y canteras		
Número de empresas	5	5
Índice de revelación	0,540	0,560
Industrias manufactureras		
Número de empresas	29	29
Índice de revelación	0,470	0,479
Suministro de electricidad, gas y agua		
Número de empresas	20	20
Índice de revelación	0,506	0,505
Construcción		
Número de empresas	4	4
Índice de revelación	0,555	0,555
Comercio al por mayor y al por menor		
Número de empresas	7	7
Índice de revelación	0,466	0,503

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
12	12	12	12	12	12
0,437	0,437	0,488	0,487	0,493	0,498
6	6	6	6	6	6
0,417	0,417	0,453	0,453	0,457	0,473
4	4	4	4	4	4
0,410	0,410	0,425	0,430	0,430	0,475
5	5	5	5	5	5
0,560	0,560	0,612	0,632	0,632	0,664
29	29	29	29	29	29
0,476	0,488	0,548	0,558	0,554	0,574
20	20	20	20	20	20
0,506	0,501	0,583	0,577	0,576	0,595
4	4	4	4	4	4
0,555	0,530	0,615	0,620	0,615	0,640
7	7	7	7	7	7
0,494	0,523	0,506	0,540	0,540	0,591

TABLA 4. (Continuación) Revelación de información de las empresas por sectores en Chile

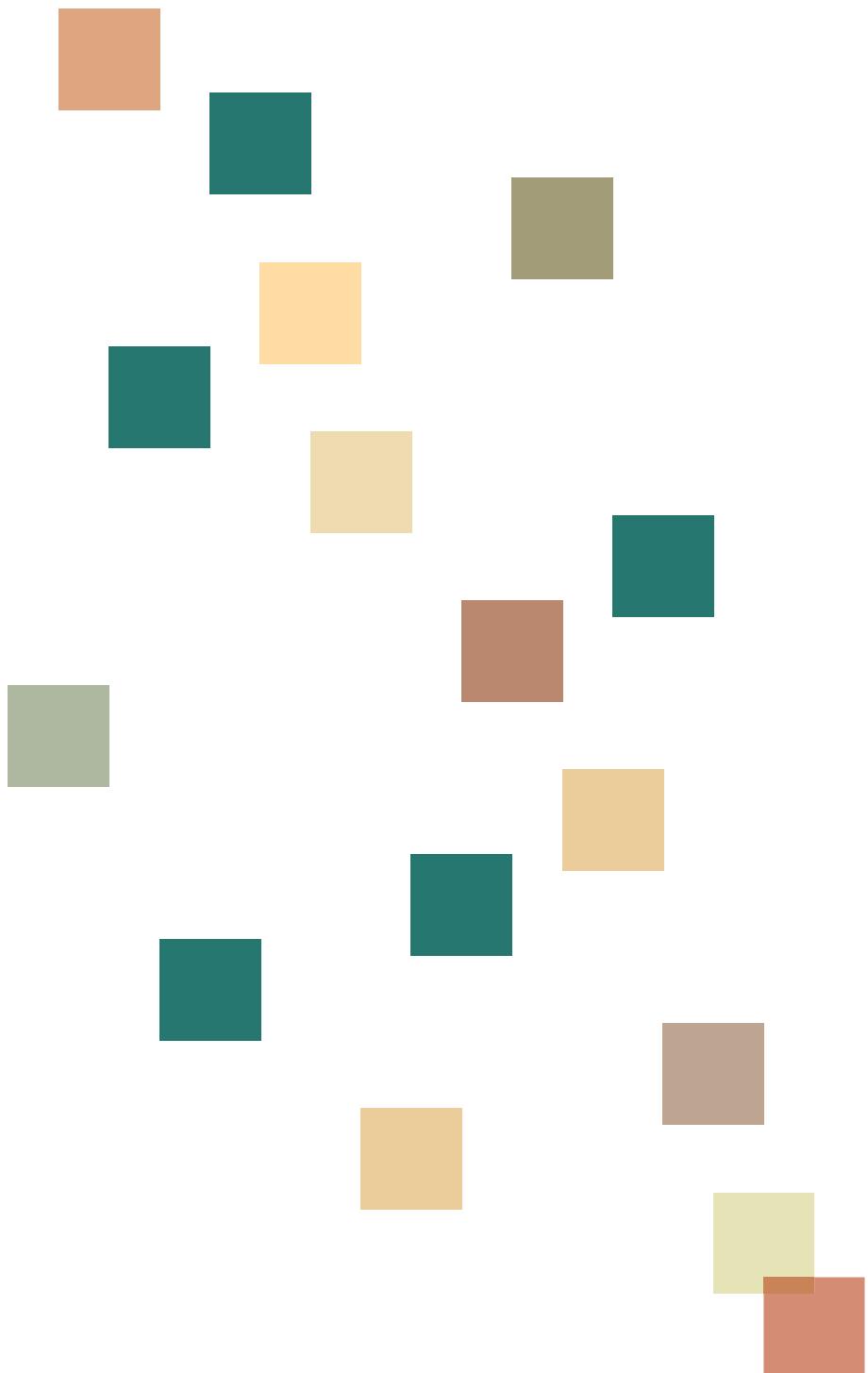
CHILE INDUSTRIA	INFORMES	
	2010	2011
Hoteles y restaurantes		
Número de empresas	1	1
Índice de revelación	0,380	0,380
Transporte, almacenamiento y comunicaciones		
Número de empresas	12	12
Índice de revelación	0,523	0,530
Firmas de inversión (vehículos de inversión)		
Número de empresas	18	18
Índice de revelación	0,367	0,366
Actividades inmobiliarias		
Número de empresas	4	4
Índice de revelación	0,560	0,560
Educación		
Número de empresas	0	0
Índice de revelación	.	.
Servicios sociales y servicios de salud		
Número de empresas	4	4
Índice de revelación	0,540	0,535
Otras actividades de servicios comunitarios y sociales		
Número de empresas	6	6
Índice de revelación	0,380	0,380
TOTAL		0,463
Número de empresas		132
		132

DE GESTIÓN		REVELACIÓN TOTAL			
2012	2013	2010	2011	2012	2013
1	1	1	1	1	1
0,380	0,380	0,420	0,420	0,420	0,460
12	12	12	12	12	12
0,533	0,530	0,572	0,572	0,577	0,602
18	18	18	18	18	18
0,364	0,362	0,389	0,390	0,389	0,414
4	4	4	4	4	4
0,560	0,570	0,670	0,670	0,670	0,685
0	0	0	0	0	0
.
4	4	4	4	4	4
0,535	0,535	0,625	0,610	0,620	0,635
6	6	6	6	6	6
0,380	0,380	0,423	0,423	0,423	0,453
0,468	0,470	0,522	0,525	0,526	0,548
132	132	132	132	132	132

Al analizar la revelación de las empresas chilenas agrupándolas según el tipo de accionista mayoritario, la tabla 3 muestra que la revelación más baja en el año 2013 pertenece al grupo de empresas que cuentan con un banco como el accionista mayoritario. Esto ha sido recurrente en varios mercados latinoamericanos en el análisis realizado en este estudio, y hemos sugerido que los resultados pueden explicarse en la baja dependencia de recursos provistos por el mercado de capitales, debido a la alta liquidez que caracteriza al accionista mayoritario. Por otra parte, las empresas de mayor nivel de revelación o transparencia corporativa son aquellas controladas por fondos de pensiones u otros inversionistas institucionales. Los fondos de pensiones se han convertido en un actor fundamental en la economía chilena, como una fuente de financiación de las empresas que buscan fondos en los mercados de capitales, y las exigencias que imponen a las empresas que deciden financiar pueden llevar a una diferenciación en sus prácticas de buen gobierno.

9.4. Revelación por sectores productivos

Finalmente, la tabla 4 muestra la revelación a través de los diferentes sectores productivos en el caso de las empresas chilenas. Las firmas de inversión o empresas holding resultan las menos transparentes en Chile, con un índice de revelación total para el año 2013 de 41,4%. Lo anterior apoya los resultados de estudios académicos que sugieren falta de transparencia en las empresas pertenecientes a grupos económicos, y especialmente en aquellas que ocupan un lugar central en la estructura de propiedad de las empresas afiliadas. Adicionalmente, dentro de los sectores con índices de revelación total para el año 2013 inferiores al promedio general de las empresas chilenas se encuentra el de servicios financieros, con un índice de revelación de 49,8%. Por otra parte, sectores con altos niveles de revelación son los de actividades inmobiliarias (68,5%), explotación de minas y canteras (66,4%), construcción (64%), servicios sociales y de salud (63,5%) y el sector de transporte, almacenamiento y comunicaciones (60,2%).





10. Revelación de información y valor de las empresas



En este capítulo pretendemos ofrecer un análisis estadístico y econométrico del efecto que tienen las prácticas de revelación de información y la transparencia corporativa sobre el valor de mercado y el desempeño financiero de las empresas.

Los estudios teóricos previos anticipan una relación positiva entre estas variables, y los estudios empíricos reseñados en el capítulo 11 soportan de igual manera la hipótesis de trabajo: las empresas con mayores niveles de revelación y más transparentes logran mitigar las asimetrías de información entre los inversor nistas en el mercado y la alta dirección de las empresas, y permiten así una mejor valoración de la empresa. Así mismo, mejores prácticas de gobierno se espera que impacten positivamente el desempeño financiero de la empresa debido a que facilitan una mejor gestión de la empresa por parte del equipo directivo. Además de contrastar si las empresas en América Latina se ven beneficiadas por un mayor nivel de revelación, a través del análisis de componentes principales determinamos cuáles componentes de revelación son más críticos para el valor de las empresas en el mercado, y cuáles son los efectos de diferentes grupos de componentes sobre el desempeño financiero en libros de las empresas.

10.1. Base de datos y variables utilizadas

10.1.1. Descripción de la base de datos

Los mercados de capitales incluidos en este estudio han sido discutidos en capítulos previos. Se escogieron los seis países por su importancia relativa en la economía de la región y el desarrollo de sus mercados de capitales. México, Brasil, Chile, Argentina, Perú y Colombia son los seis países que mayor inversión extranjera directa atraen en América Latina. Por otra parte, Brasil, México, Argentina y Colombia son las economías más grandes en la región medidas por PIB, y Chile y Perú están entre las primeras siete. Se excluye Venezuela del estudio, aun cuando cuenta con el quinto PIB más grande de la región, porque su mercado de capitales ha perdido dinamismo y representatividad. Para el año 2010 la capitalización del mercado bursátil venezolano era tan solo del 1% respecto al PIB. Además, para el año 2012 el total de empresas listadas en Venezuela era tan solo de 49.

Las empresas para cada país fueron escogidas de manera aleatoria, buscando contar por lo menos con una representación del 20% del total de empresas listadas en cada mercado de capitales. La muestra representa aproximadamente el 35% del total de empresas listadas en los seis países, el 45% para Argentina, 25% para Brasil, 43% para Chile, 55% para Colombia, 56% para México y 24% para Perú, y está conformada por 454 empresas pertenecientes a quince sectores o categorías industriales de acuerdo con la Clasificación Industrial Internacional Uniforme – CIIU de dos dígitos.

Para la construcción de los índices de revelación se revisaron los informes de gestión, informes anuales de gobierno corporativo, informes de sostenibilidad y otros documentos proporcionados por las empresas a través de sus páginas web, o de las páginas web de las bolsas de valores u organismos de control. La información revisada corresponde a un total de 3.191 archivos entre informes de gestión y otros informes complementarios. Los archivos recolectados por países ascienden a 276 en el caso de Argentina, 716 revisados para Brasil, 745 para Chile, 298 para el caso de Colombia, 624 archivos para México y 532 para Perú. Se construyeron en total 1.816 observaciones para cada índice, es decir, 454 observaciones por año.

La información financiera para las empresas analizadas es tomada de Bloomberg. Se bajó de la plataforma la información financiera disponible para las empresas de la muestra para el periodo comprendido entre el año 2005 y el 2013. Lo anterior para facilitar el cálculo de volatilidades en desempeño financiero, que requiere de datos históricos de por lo menos tres años. En algunos casos no se encuentra la información completa de las empresas incluidas en el estudio. Por lo tanto, las regresiones econométricas se realizan teniendo en cuenta 371 empresas cuando la variable dependiente es la Q de Tobin (valor de mercado), y 359 empresas cuando la variable dependiente es el Retorno sobre capital (desempeño contable o en libros).

10.1.2. Índices de revelación

Como se ha discutido previamente, se calcularon los índices de revelación a través de informes de gestión y los índices de revelación total. De acuerdo con el marco teórico que soporta este estudio, y que se revisa a profundidad en el capítulo 11, los informes de gestión representan el principal mecanismo de revelación de información que las empresas tienen a disposición para comunicar información a sus accionistas y grupos de interés externos. Sin embargo, dada la relevancia que

han tomado otros informes anuales, como el relacionado con las prácticas de gobierno corporativo, o el informe de sostenibilidad, se calcula el índice de revelación total teniendo en cuenta la información que la empresa pone a disposición de los accionistas y grupos de interés a través de los diferentes mecanismos. Los componentes y elementos del índice se discutieron en el capítulo 2, donde se resume la metodología del estudio para que el lector pueda comprender las tablas incluidas en los capítulos 3 al 9. Es pertinente resaltar de nuevo que los índices se calculan en términos porcentuales, como la cantidad de elementos revelados sobre el total de 50 elementos evaluados.

Los 50 elementos que componen el índice están clasificados además en nueve componentes: junta directiva (ocho elementos), resumen ejecutivo (tres elementos), información de la empresa (siete elementos), gobierno corporativo (ocho elementos), responsabilidad corporativa (cinco elementos), informe económico (seis elementos), gestión de riesgos (tres elementos), dimensión social (siete elementos), y responsabilidad social con otros grupos de interés (tres elementos). Para cada componente se calcula el índice de revelación como el porcentaje de elementos revelados sobre el porcentaje de elementos disponibles. La descripción de las variables utilizadas en el estudio se muestra en la tabla 1.

10.1.3. Variables de desempeño financiero

El desempeño financiero de una empresa se puede medir a valores de mercado o valores en libros. En este estudio se utilizan variables para las dos aproximaciones. Las regresiones que se muestran en este capítulo toman como variables dependientes la Q de Tobin y el Retorno sobre el capital. Se utiliza la Q de Tobin o razón entre el valor de mercado y el valor en libros de los activos de la empresa para evaluar el impacto de la revelación de información por parte de las empresas en las expectativas del rendimiento futuro de los activos de la empresa y, por ende, en el valor de la empresa en el mercado. Además, se utiliza el Retorno sobre el capital para evaluar el impacto de la revelación de información sobre el desempeño contable o en libros obtenido por los inversionistas sobre el capital aportado y las utilidades reinvertidas en la empresa.

El Retorno sobre activos y una variable binaria o dummy denominada Dummy de utilidades, que toma el valor de 1 cuando la empresa genera utilidades, y 0 en otro caso, son medidas alternativas del desempeño en libros calculadas para efectos

de robustez en los análisis econométricos. De igual manera, para pruebas de robustez realizadas a los resultados reportados las variables financieras fueron ajustadas de acuerdo con la categoría sectorial a la que pertenece cada empresa. Para ello, se toman las empresas que conforman la muestra y se clasifican en 15 sectores económicos (siguiendo la Clasificación Industrial Internacional Uniforme – CIIU de dos dígitos). Una vez clasificadas las empresas, para el caso específico de desempeño financiero, se calculó el Retorno sobre el capital por categoría industrial. Para generar el Retorno sobre el capital ajustado, se restó a cada observación por empresa y año el Retorno sobre el capital promedio de la categoría industrial. Las variables ajustadas fueron la Q de Tobin, el Retorno sobre activos, el Retorno sobre el capital, el Endeudamiento total, la Razón de dividendos y las diferentes medidas de Crecimiento.

10.1.4. Variables financieras y de características de la firma

Las variables de control incorporan variables financieras y de características de cada empresa, que en estudios previos han resultado significativas en la explicación del desempeño financiero de las empresas. Omitir estas variables en los modelos econométricos implica errores en el diseño metodológico que afectan la calidad de los resultados. Se calcula, entonces, el Endeudamiento total de las empresas como la razón entre el total de pasivos y el total de activos; el Tamaño de la firma, como el logaritmo natural del total de activos de la empresa; dos medidas de la Razón de dividendos, calculadas como el monto de dividendos pagados por las empresas sobre sus activos y sobre sus ventas anuales; y además se calcula una variable binaria denominada Dummy de dividendos, que toma el valor de 1 cuando la empresa paga dividendos, y 0 en otro caso.

Otras variables de control importantes en el análisis del desempeño financiero de las empresas son el Crecimiento de la empresa y la Volatilidad de las utilidades operativas de

TABLA 1. Descripción de las variables

ÍNDICES DE REVELACIÓN	
Índice de revelación a través de informes de gestión	
Índice de revelación total	
Índices de revelación por tipo de información	
VARIABLES DE DESEMPEÑO	
Q de Tobin	
Retorno sobre capital	
Valor de mercado del capital (millones de dólares)	
Retorno sobre activos	
Dummy de utilidades	
Variables financieras ajustadas por industria	

DE INFORMACIÓN

Índice de revelación de información conformado por la información revelada en el informe de gestión de la empresa i en el año t . El índice tiene un valor mínimo de "0" y uno máximo de "1" dependiendo del total de elementos revelados sobre los 50 elementos posibles.

Índice de revelación de información conformado por la información revelada en el informe de gestión y otros informes publicados con información complementaria disponible en las páginas web de los entes reguladores del mercado accionario en cada país, las bolsas de valores y la página web de la empresa i en el año t . El índice tiene un valor mínimo de "0" y uno máximo de "1" dependiendo del total de elementos revelados sobre los 50 elementos posibles.

Índices de revelación de información construidos para los nueve componentes según el tipo de información revelada (junta directiva, resumen ejecutivo, información de la empresa, gobierno corporativo, responsabilidad corporativa, informe económico, gestión de riesgos, dimensión social y responsabilidad con otros grupos de interés). Cada índice tiene un valor mínimo de "0" y uno máximo de "1" dependiendo del total de elementos revelados en cada componente sobre el total de elementos posibles por componente.

FINANCIERO (MERCADO Y CONTABLES)

Valor de mercado de los activos dividido por el valor en libros de los activos para cada empresa i en el año t . Los cálculos son proporcionados por Bloomberg.

Retorno sobre el capital medido como la relación entre utilidad neta y el total del capital.

Valor de mercado del capital en millones de dólares por empresa reportado por Bloomberg.

Retorno sobre activos medido como la relación entre utilidad neta y el total de activos.

Variable dummy igual a 1 cuando la empresa i reporta utilidad en el año t , 0 en otro caso.

Se ajustan por industria las variables de Q de Tobin, Retorno sobre activos, Retorno sobre el capital, Endeudamiento total, Razón de dividendos y las diferentes medidas de Crecimiento. Cada variable ajustada se mide como la diferencia entre la variable anual de la empresa menos la variable promedio anual de la industria para todas las firmas pertenecientes a la muestra.

la misma. En este estudio el crecimiento de la empresa se mide de tres formas diferentes: como el crecimiento anual en activos, en ventas y en utilidades operativas. Por otra parte, la volatilidad de las utilidades operativas se calcula como la desviación estándar de las utilidades de la empresa en los tres años precedentes.

Se incluyen igualmente *dummies* o variables binarias por industria, cuando las variables financieras no están ajustadas por industria; *dummies* de país, controlado por el país de origen de las empresas, y *dummies* de la identidad del accionista mayoritario. La identidad del accionista mayoritario puede modificar o afectar el desempeño financiero de las empresas. Diversos estudios financieros demuestran que los inversionistas institucionales en ocasiones adoptan un comportamiento activo en la supervisión de la gerencia. De igual manera, las familias en control de las empresas inciden en sus prácticas gerenciales, generan unos conflictos de agencia, mitigan otros y, en consecuencia, pueden afectar el desempeño financiero de las empresas. Además, los bancos, el Estado, y las empresas de inversión o *holdings* son otros tipos de accionistas que pueden incidir en el desempeño financiero de las empresas. Este estudio incluye variables binarias para cada uno de estos tipos de accionistas mayoritarios.

10.2. Estadística descriptiva

La tabla 2 reporta el número de observaciones, el promedio, la mediana y la desviación estándar para cada una de las variables incluidas en los modelos econométricos. Respecto a los índices de revelación, se evidencia un promedio de revelación de 47,3% a través de indicadores de gestión y de 57,1% de revelación total. Teniendo en cuenta las medianas, lo anterior equivale a la revelación de 24 de los 50

TABLA 1. (Continuación)**VARIABLES FINANCIERAS****Endeudamiento total****Tamaño de la firma****Razón de dividendos (sobre activos)****Razón de dividendos (sobre ventas)****Dummy de dividendos****Crecimiento (activos)****Crecimiento (ventas)****Crecimiento (utilidad operativa)****Volatilidad****Dummies industriales****Dummy de identidad del accionista mayoritario****Dummy de país**

Descripción de las variables

Y DE CARACTERÍSTICAS DE LA FIRMA

Medido como la relación entre el total de pasivos y el total de activos.

Medido por el logaritmo natural del total de activos de la empresa. En la estadística descriptiva se reporta el valor total de los activos en millones de dólares por empresa reportado por Bloomberg.

Monto de dividendos pagados en millones de dólares para la compañía i en el año t sobre el total de activos en millones de dólares de la empresa.

Monto de dividendos pagados en millones de dólares para la empresa i en el año t sobre el total de ventas en millones de dólares de la empresa.

Variable dummy que toma el valor de 1 cuando la empresa realiza un pago de dividendos, 0 en otro caso.

Medido como el crecimiento en activos.

Medido como el crecimiento en las ventas anuales de la empresa.

Medido como el crecimiento en las utilidades operativas anuales de la empresa.

Volatilidad de la empresa medida como la desviación estándar de las utilidades operativas en los tres años precedentes.

Variables dummies que toman el valor de 1 cuando la empresa i pertenece a una de las quince categorías industriales, 0 en otro caso.

Variables dummies que toman el valor de 1 cuando la empresa i cuenta con uno de los seis tipos de accionista mayoritario definidos en el estudio (Estado, bancos, fondos de pensiones u otros inversionistas institucionales, otras empresas domésticas, empresas multinacionales o familias), 0 en otro caso.

Variables dummies que toman el valor de 1 cuando la empresa i está listada en uno de los seis mercados de capitales incluidos en el estudio (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), 0 en otro caso.

elementos evaluados a través de informes de gestión, y de 29 de los 50 elementos teniendo en cuenta todas las fuentes de información analizadas. Esto pone en evidencia la posibilidad que tienen las empresas en América Latina de continuar mejorando su transparencia corporativa.

Al analizar la revelación teniendo en cuenta los diferentes componentes del índice, el índice de revelación total promedio de la dimensión social es de tan solo 31,9%, el de gobierno corporativo es de 44,6%, y el de juntas directivas es de 47,3%, siendo estos los elementos con porcentajes de revelación más bajos. Además, los componentes con mayor revelación son el resumen ejecutivo (91% de índice promedio) y el informe económico (89,9% de índice promedio).

Con relación a las variables de desempeño financiero, las empresas latinoamericanas incluidas en la muestra cuentan con una Q de Tobin promedio de 1.911 (mediana de 1.167), lo que implica valores de mercado superiores a los valores en libros, un incentivo para invertir en activos productivos y una percepción positiva del mercado respecto a los prospectos futuros de las empresas. El retorno sobre el capital de las empresas de la muestra es en promedio de 12,3%; el retorno sobre activos, de 5,2%. El valor de mercado del capital es de 7,244 millones de dólares en promedio y el 83,7% de las empresas analizadas en este estudio reportan utilidades.

Respecto a las variables de control, el endeudamiento total promedio de las empresas es de 22,3%, y las razones de dividendos dejan ver que los pagos realizados a los accionistas por este concepto equivalen a un promedio del 3,4% de los activos y el 50% de las ventas. Además, el 79,5% de las empresas incluidas en el estudio decretan dividendos y presentan crecimiento en sus activos de 10,3% y en sus ventas de 9,2%. Además, el promedio del total de activos de las empresas bajo análisis es de 14,292 millones de dólares.

Los promedios de las *dummies* industriales corroboran lo discutido previamente. El sector con mayor participación en la muestra es el manufacturero (30,2%), seguido del sector de servicios financieros (11,9%), y del de empresas dedicadas al suministro de electricidad, gas y agua (10,4%). Estos tres sectores dan cuenta del 52,4% del total de la muestra. La participación de los países en el total de la muestra es de 29,1% para el caso de Chile, 19,6% para Brasil, 18,3% para México, 13,9% para Perú, 10,1% para Argentina y 9% para Colombia. Por otra parte, el 33,8% de las empresas cuenta con un fondo de pensiones u otro inversionista institucional como el accionista mayoritario, el 28,1% está controlado directamente por otras empresas domésticas, el 16,7% tiene a una empresa multinacional

como su accionista mayoritario, el 10,6% está controlado directamente por familias, mientras que los bancos y el Estado fungen como accionistas mayoritarios en el 5,7% y 5,1% de las empresas de la muestra, respectivamente.

10.3. Revelación de información y valor de las empresas en el mercado

La tabla 3 muestra los resultados del análisis econométrico para evaluar el impacto de la revelación de información sobre el valor de mercado de las empresas, el cual parte de regresiones panel de efectos aleatorios a través de mínimos cuadrados generalizados (en inglés, Generalized least squares – GLS) y mínimos cuadrados generalizados factibles (en inglés, Feasible generalized least squares – FGLS). Se prefiere efectos aleatorios sobre fijos porque diferentes variables de control son binarias y además varían poco en el tiempo. Las estimaciones toman como variable endógena la Q de Tobin. Las regresiones siguen el modelo

$$\mathbf{Y}_{it} = \alpha + \beta_k^* \mathbf{IR}_{it} + \delta_k^* \mathbf{VC}_{it} + \varphi_k^* \mathbf{IND}_{it} + \varphi_k^* \mathbf{IAM}_{it} + \phi_k^* \mathbf{AÑO}_i + (\mu_i + \varepsilon_{it}) \quad (1)$$

en donde Y_{it} es la variable de desempeño financiero (Q de Tobin); IR es el vector de variables de transparencia corporativa o revelación de información; VC es el vector conformado por las variables de control, que incluye variables financieras y de características de la firma; IND es el vector de *dummies* industriales; IAM es el vector *dummies* correspondientes a la identidad del accionista mayoritario; y AÑO es el vector *dummies* por año.

Como puede verse en la tabla 3, el índice de revelación a través de informes de gestión tiene un coeficiente positivo y estadísticamente significativo al 1% sobre la Q de Tobin, lo que implica que la revelación que las empresas realizan a través de sus informes de gestión impacta positivamente su valor en el mercado. Una revelación

TABLA 2. Estadística descriptiva de las variables

VARIABLES
Índices de revelación
Índice de revelación a través de informes de gestión
Índice de revelación total
Índice de revelación total - Junta directiva
Índice de revelación total - Resumen ejecutivo
Índice de revelación total - Información de la empresa
Índice de revelación total - Gobierno corporativo
Índice de revelación total - Responsabilidad corporativa
Índice de revelación total - Informe económico
Índice de revelación total - Gestión de riesgos
Índice de revelación total - Dimensión social
Índice de revelación total - Responsabilidad con otros grupos de interés
Variables de desempeño financiero (mercado y contables)
Q de Tobin
Retorno sobre capital
Valor de mercado del capital (millones de dólares)
Retorno sobre activos
Dummy de utilidades
Variables financieras y de características de la firma
Endeudamiento total
Tamaño de la firma (total activos)
Razón de dividendos (sobre activos)
Razón de dividendos (sobre ventas)
Dummy de dividendos
Crecimiento (activos)
Crecimiento (ventas)
Crecimiento (utilidad operativa)
Volatilidad de las utilidades operativas de la firma

	OBSERV.	PROMEDIO	DESVIACIÓN ESTÁNDAR
	1816	0,473	0,164
	1816	0,571	0,161
	1816	0,454	0,209
	1816	0,910	0,187
	1816	0,634	0,251
	1816	0,446	0,244
	1816	0,512	0,370
	1816	0,899	0,170
	1816	0,667	0,325
	1816	0,319	0,294
	1816	0,669	0,360
	3335	1,911	11,325
	2648	0,123	0,143
	3134	7.244,004	78119,090
	3616	0,052	0,102
	3685	0,837	0,370
	3684	0,223	0,175
	3682	14.291,790	124311,000
	3104	0,034	0,063
	3081	0,500	11,261
	3104	0,795	0,404
	3233	0,103	0,396
	3189	0,092	0,543
	2645	0,096	0,799
	2693	0,436	8,599

TABLA 2. (continuación) Estadística descriptiva de las variables

VARIABLES
Dummies de industria
Servicios financieros
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura
Pesca
Explotación de minas y canteras
Industrias manufactureras
Suministro de electricidad, gas y agua
Construcción
Comercio al por mayor y al por menor
Hoteles y restaurantes
Transporte, almacenamiento y comunicaciones
Firmas de inversión (vehículos de inversión)
Actividades inmobiliarias
Educación
Servicios sociales y servicios de salud
Otras actividades de servicios comunitarios y sociales
Dummies de país
Chile
México
Perú
Argentina
Brasil
Colombia
Dummies de la identidad del accionista mayoritario
Estatal
Bancos
Fondos de pensiones u otros institucionales
Otras empresas domésticas
Multinacionales
Familias o empresas familiares

	OBSERV.	PROMEDIO	DESVIACIÓN ESTÁNDAR
	4086	0,119	0,324
	4086	0,022	0,147
	4086	0,011	0,104
	4086	0,073	0,260
	4086	0,302	0,459
	4086	0,104	0,305
	4086	0,062	0,241
	4086	0,066	0,248
	4086	0,013	0,114
	4086	0,093	0,290
	4086	0,088	0,283
	4086	0,009	0,093
	4086	0,002	0,047
	4086	0,015	0,123
	4086	0,022	0,147
	4086	0,291	0,454
	4086	0,183	0,387
	4086	0,139	0,346
	4086	0,101	0,302
	4086	0,196	0,397
	4086	0,090	0,287
	4086	0,051	0,219
	4086	0,057	0,232
	4086	0,338	0,473
	4086	0,281	0,450
	4086	0,167	0,373
	4086	0,106	0,308

total de los 50 elementos evaluados en el índice causaría un incremento relativo en la Q de Tobin de 0.5797 (Col. 1). Lo anterior sugiere que la reducción en las asimetrías de información lleva a mejores valoraciones por parte de los inversionistas. El resultado es similar cuando se tiene en cuenta el índice de revelación total, el cual muestra coeficientes similares sobre la Q de Tobin en magnitud, significancia estadística y signo. El coeficiente de 0.578 (Col. 2) implica que las empresas de la muestra, con un índice promedio de 0.571, ven mejorada su Q de Tobin en 0.33 gracias a la revelación que realizan al mercado a través de los informes de gestión y fuentes complementarias de información.

Dado que se clasificaron los diferentes elementos de revelación en nueve componentes, es pertinente analizar cuáles de estos componentes son más valorados por el mercado. Sin embargo, la revelación a través de los diferentes componentes (junta directiva, resumen ejecutivo, información de la empresa, gobierno corporativo, responsabilidad corporativa, informe económico, gestión de riesgos, dimensión social y responsabilidad con otros grupos de interés) está altamente correlacionada. Finalmente, una empresa con mejores prácticas de gobierno y mayor transparencia va a incrementar proporcionalmente la revelación que hace a través de cada uno de estos componentes. Lo anterior genera un problema en el análisis econométrico. Si se adicionan variables altamente correlacionadas a un modelo, se pueden obtener estimaciones imprecisas, pero excluir una variable importante resulta en estimaciones sesgadas.

Para afrontar el problema mencionado se utilizó el Análisis de Componentes Principales (en inglés, Principal Component Analysis – PCA). Es posible realizar combinaciones de las variables para utilizar un menor número de variables conservando la mayoría de información en el modelo. Decidimos utilizar tres componentes o subíndices, capturando el 62,79% de la varianza. Este análisis estadístico lleva a los siguientes subíndices: revelación sobre gobierno corporativo, responsabilidad corporativa y dimensión social; revelación sobre información de la empresa, resumen ejecutivo e informe económico; y revelación sobre juntas directivas, riesgos legales y responsabilidad con clientes, proveedores y accionistas. Se calcularon los subíndices de revelación y se incluyeron en el modelo econométrico. Los resultados están en las columnas 3 y 6.

El subíndice de revelación sobre juntas directivas, riesgos legales y responsabilidad con clientes, proveedores y accionistas muestra un coeficiente positivo y estadísticamente significativo en las dos regresiones; y, además, muestra el mayor efecto en términos de magnitud sobre el valor de las empresas. Lo anterior sugiere que el mercado valora de manera especial la revelación de información sobre las juntas directivas, los riesgos legales que afronta la empresa, y las políticas de

relación con clientes, proveedores y accionistas. El otro subíndice que resulta estadísticamente significativo en la columna 6 es el de revelación sobre gobierno corporativo, responsabilidad corporativa y dimensión social, pero el coeficiente es de 0.09, mientras que el coeficiente del subíndice relacionado con juntas es de 0.45. Los resultados reconocen la importancia que los inversionistas otorgan a las juntas directivas como máximo órgano de gobierno en la empresa.

Las variables de control se comportan según lo esperado. El endeudamiento total y la volatilidad de las utilidades operativas de la empresa muestran una relación negativa y significativa con la Q de Tobin, mientras que la razón de dividendos y las oportunidades de crecimiento de la empresa muestran el efecto contrario. En algunas regresiones el tamaño deja ver una relación no monotónica, positiva y marginalmente decreciente. Es decir, en la medida en que la empresa crece, mejora su Q de Tobin, pero la relación no es lineal y tiende a suavizarse con el crecimiento de la empresa.

10.4. Revelación de información y desempeño financiero

La tabla 4 muestra los resultados del análisis econométrico para evaluar el impacto de la revelación de información sobre el desempeño financiero en libros de la empresa, el cual parte de regresiones panel de efectos aleatorios a través de mínimos cuadrados generalizados (en inglés, Generalized least squares – GLS) y mínimos cuadrados generalizados factibles (en inglés, Feasible generalized least squares – FGLS). Se prefieren efectos aleatorios sobre fijos porque diferentes variables de control son binarias y además varían poco en el tiempo.

Las estimaciones toman como variable endógena la rentabilidad sobre el capital (ROE por sus siglas en inglés). Las regresiones siguen el modelo explicado en el apartado anterior para el caso de la Q de Tobin.

Los resultados son muy similares a los discutidos previamente y ponen en evidencia una relación positiva entre la transparencia corporativa y el desempeño financiero de la empresa, sea medido a valores de mercado o valores en libros. La relación se conserva utilizando como medida de transparencia el índice de revelación a través de

TABLA 3. Revelación de información y valor de las empresas

VARIABLES	(1) Q DE TOBIN
Índice de revelación a través de informes de gestión	0.5797*** (0.208)
Índice de revelación total	
Revelación sobre gobierno corporativo, responsabilidad corporativa y dimensión social	
Revelación sobre información de la empresa, resumen ejecutivo e informe económico	
Revelación sobre juntas directivas, riesgos legales y responsabilidad con clientes, proveedores y accionistas	
Endeudamiento total	-0.4674** (0.226)
Razón de dividendos (sobre activos)	4.1230*** (1.204)
Tamaño de la firma	0.0150 (0.233)
Tamaño de la firma²	-0.0018 (0.015)
Crecimiento (ventas)	0.1158*** (0.026)
Volatilidad de las utilidades operativas de la firma	-0.0024** (0.001)
Constante	0.8258 (0.767)
Regresión	GLS
Dummy para años	Si
Dummy para sectores industriales	Si
Dummy para identidad del accionista mayoritario	Si
Observaciones	1.244

(2) Q DE TOBIN	(3) Q DE TOBIN	(4) Q DE TOBIN	(5) Q DE TOBIN	(6) Q DE TOBIN
		0.4051*** (0.038)		
0.5780*** (0.198)			0.4735*** (0.043)	
	0.1576 (0.143)			0.0906*** (0.028)
	0.0313 (0.234)			-0.0321 (0.041)
	0.3996** (0.179)			0.4507*** (0.037)
-0.4679** (0.224)	-0.4778** (0.226)	0.0137 (0.043)	0.0003 (0.041)	-0.0025 (0.041)
4.1324*** (1.202)	4.1291*** (1.204)	8.0123*** (0.219)	8.2232*** (0.199)	8.2343*** (0.211)
0.0078 (0.233)	0.0075 (0.234)	0.1770*** (0.013)	0.1685*** (0.012)	0.1719*** (0.014)
-0.0013 (0.015)	-0.0013 (0.015)	-0.0094*** (0.001)	-0.0088*** (0.001)	-0.0094*** (0.001)
0.1167*** (0.026)	0.1173*** (0.026)	0.1216*** (0.013)	0.1225*** (0.011)	0.1241*** (0.011)
-0.0024** (0.001)	-0.0025*** (0.001)	-0.0006** (0.000)	-0.0006** (0.000)	-0.0007*** (0.000)
0.8011 (0.762)	0.8039 (0.786)	0.0283 (0.074)	0.0025 (0.073)	-0.0356 (0.074)

GLS	GLS	FGLS	FGLS	FGLS
Si	Si	Si	Si	Si
Si	Si	Si	Si	Si
Si	Si	Si	Si	Si
1.244	1.244	1.244	1.244	1.244

TABLA 3. (continuación) Revelación de información y valor de las empresas

VARIABLES	(1) Q DE TOBIN
Prueba Wald	50111,32 [0.000]
R² overall	0,384
Número de empresas	371
Pruebas de especificación del modelo	
F - Pool vs Panel Efectos Fijos	11,21 [0.000]
Breusch Pagan - Pool vs Panel Ef. Aleatorios	485,69 [0.000]
Prueba de especificación de Hausman	382,7 [0.000]

NOTA. En la tabla se presentan los resultados de las regresiones panel de efectos aleatorios, a través de mínimos cuadrados generalizados (GLS) y mínimos cuadrados generalizados factibles (FGLS), usando la Q de Tobin como variable dependiente. Errores estándar robustos en paréntesis y p values en corchetes; *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

informes de gestión o el índice de revelación total. De igual manera, el análisis realizado agrupando los componentes del índice de revelación en tres subíndices, siguiendo un análisis de componentes principales, resalta la importancia de la revelación que realiza la empresa en relación con sus juntas directivas, riesgos legales y la responsabilidad con clientes, proveedores y accionistas. Este subíndice presenta el mayor coeficiente (Col. 6) al compararlo con los coeficientes de los otros dos subíndices.

Un resultado adicional que se obtiene de la regresión en la columna 6 de la tabla 4 es que una mayor revelación de información relacionada con la empresa, a través del resumen ejecutivo y el informe económico, lleva a retornos sobre capital más conservadores. El signo del coeficiente del subíndice de revelación sobre información de la empresa, resumen ejecutivo e informe económico es negativo y significativo sobre el retorno sobre capital (menos 0.03, columna 6). Lo anterior sugiere que, en la medida en que la empresa es más transparente en relación con su información financiera y los hechos que la afectaron en el último año de operación o la pueden afectar financieramente en el futuro, lleva a estados financieros más prudentes. En otras palabras, las empresas con mayores niveles de divulgación de información otorgan a sus gestores menores márgenes de discrecionalidad para manipular los estados financieros y, por ende, evitan

(2) Q DE TOBIN	(3) Q DE TOBIN	(4) Q DE TOBIN	(5) Q DE TOBIN	(6) Q DE TOBIN
61827,02	64145,13	4018,93	4271,52	5145,53
[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
0,383	0,390	0,384	0,383	0,390
371	371	371	371	371
11,16	11,06	11,21	11,16	11,06
[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
491,49	482,97	485,69	491,49	482,97
[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
391,28	402,87	382,7	391,28	402,87
[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]

sobreestimaciones en sus resultados financieros. Esto constituye una ganancia adicional para los inversionistas, derivada de la transparencia empresarial. Cabe resaltar que esto solo sucede sobre la medida de desempeño en libros y no sobre la medida a valores de mercado (Q de Tobin).

10.5. Comentario de cierre

Los resultados en este capítulo, junto con toda la discusión que se dio en los capítulos previos, resaltan la importancia de la revelación de información para el desarrollo de los mercados de capitales, la financiación de las oportunidades de crecimiento de las empresas, la reducción de los costos de capital, la valoración de las empresas en el mercado y el desempeño financiero de las mismas. Para las empresas, buscar oportunidades de hacerse más transparentes a través de revelación de información financiera y no financiera lleva indiscutiblemente a un mayor valor de sus acciones listadas en el mercado accionario, un beneficio que pueden percibir los accionistas que quieren negociar sus acciones, o incluso que desean conservarlas y aprovechar los recursos económicos que genera la empresa y los dividendos que puede cancelar. Para los gobiernos, los organismos multilaterales y las bolsas de valores, alentar la transparencia es una prioridad para propender por mayor liquidez de los activos financieros listados, mayor profundidad y desarrollo de los mercados de capitales y, por ende, mayor desarrollo económico.

TABLA 4. Revelación de información y desempeño financiero en libros

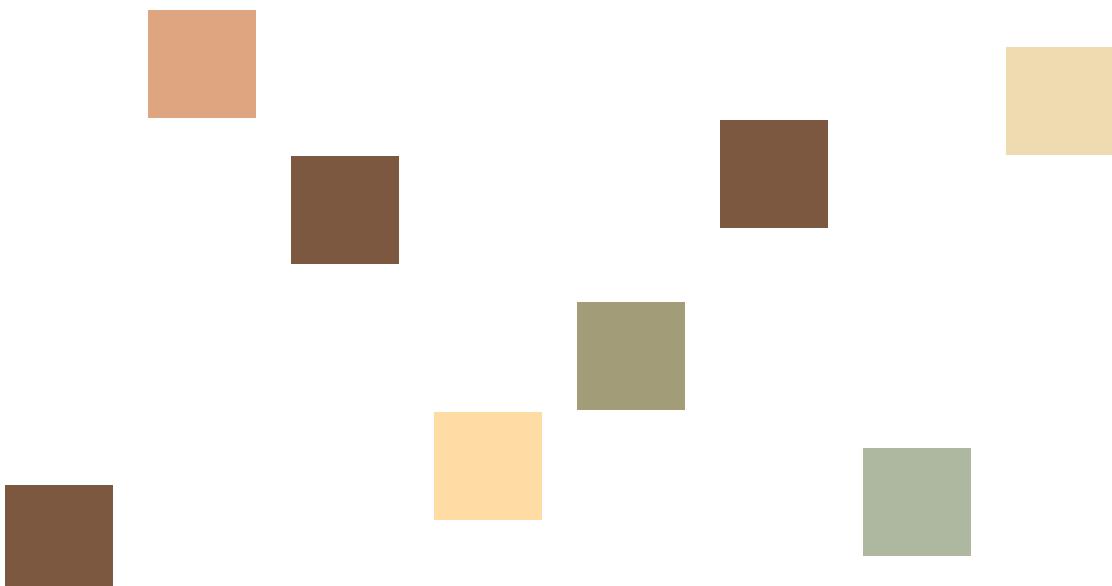
VARIABLES	(1) RETORNO SOBRE CAPITAL
Índice de revelación a través de informes de gestión	0.0736** (0.037)
Índice de revelación total	
Revelación sobre gobierno corporativo, responsabilidad corporativa y dimensión social	
Revelación sobre información de la empresa, resumen ejecutivo e informe económico	
Revelación sobre juntas directivas, riesgos legales y responsabilidad con clientes, proveedores y accionistas	
Endeudamiento total	-0.1526*** (0.036)
Razón de dividendos (sobre activos)	0.8419*** (0.174)
Tamaño de la firma	-0.0224 (0.029)
Tamaño de la firma ²	0.0010 (0.002)
Crecimiento (ventas)	0.0419*** (0.007)
Volatilidad de las utilidades operativas de la firma	-0.0039*** (0.000)
Constante	0.1378 (0.084)
Regresión	GLS
Dummy para años	Si
Dummy para sectores industriales	Si
Dummy para identidad del accionista mayoritario	Si
Observaciones	1.112

(2) RETORNO SOBRE CAPITAL	(3) RETORNO SOBRE CAPITAL	(4) RETORNO SOBRE CAPITAL	(5) RETORNO SOBRE CAPITAL	(6) RETORNO SOBRE CAPITAL
		0.0234***		
		(0.006)		
0.0633*			0.0269***	
(0.036)			(0.006)	
	0.0596*			0.0339***
	(0.036)			(0.004)
	-0.0707			-0.0333***
	(0.067)			(0.007)
	0.0515*			0.0185***
	(0.028)			(0.005)
-0.1512***	-0.1497***	-0.0981***	-0.0962***	-0.1101***
(0.035)	(0.036)	(0.006)	(0.006)	(0.006)
0.8432***	0.8449***	1.1395***	1.1320***	1.0393***
(0.174)	(0.173)	(0.033)	(0.033)	(0.028)
-0.0234	-0.0236	0.0036	0.0039	0.0086***
(0.029)	(0.029)	(0.002)	(0.002)	(0.002)
0.0011	0.0010	-0.0003**	-0.0004***	-0.0006***
(0.002)	(0.002)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
0.0420***	0.0419***	0.0453***	0.0454***	0.0431***
(0.007)	(0.007)	(0.003)	(0.003)	(0.002)
-0.0039***	-0.0038***	-0.0038***	-0.0038***	-0.0037***
(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
0.1398*	0.1811**	0.0451***	0.0380***	0.0280***
(0.084)	(0.091)	(0.012)	(0.011)	(0.009)
GLS	GLS	FGLS	FGLS	FGLS
Si	Si	Si	Si	Si
Si	Si	Si	Si	Si
Si	Si	Si	Si	Si
1.112	1.112	1.112	1.112	1.112

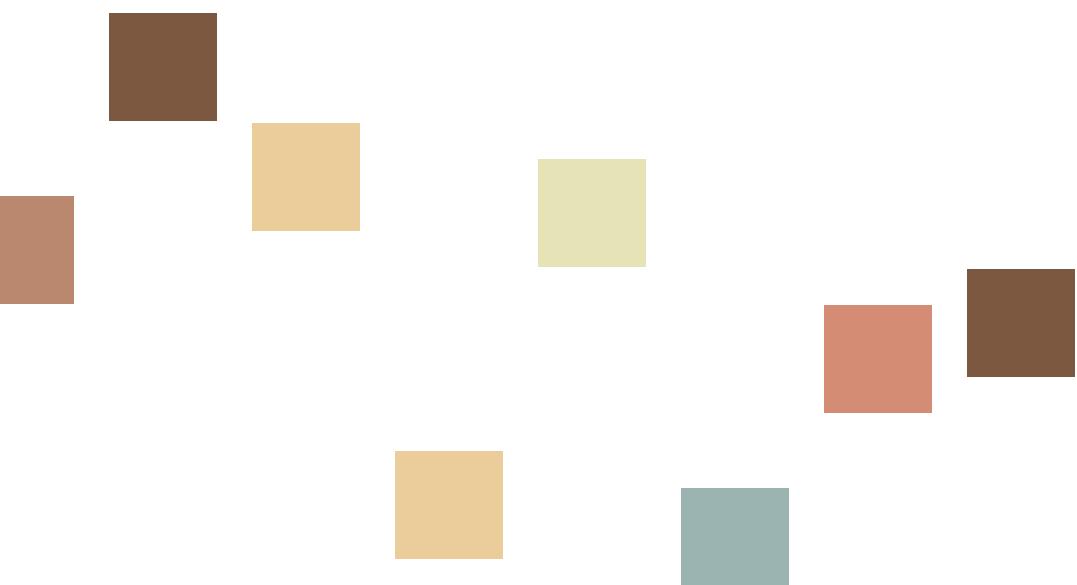
TABLA 4. (continuación) Revelación de información y desempeño financiero en libros

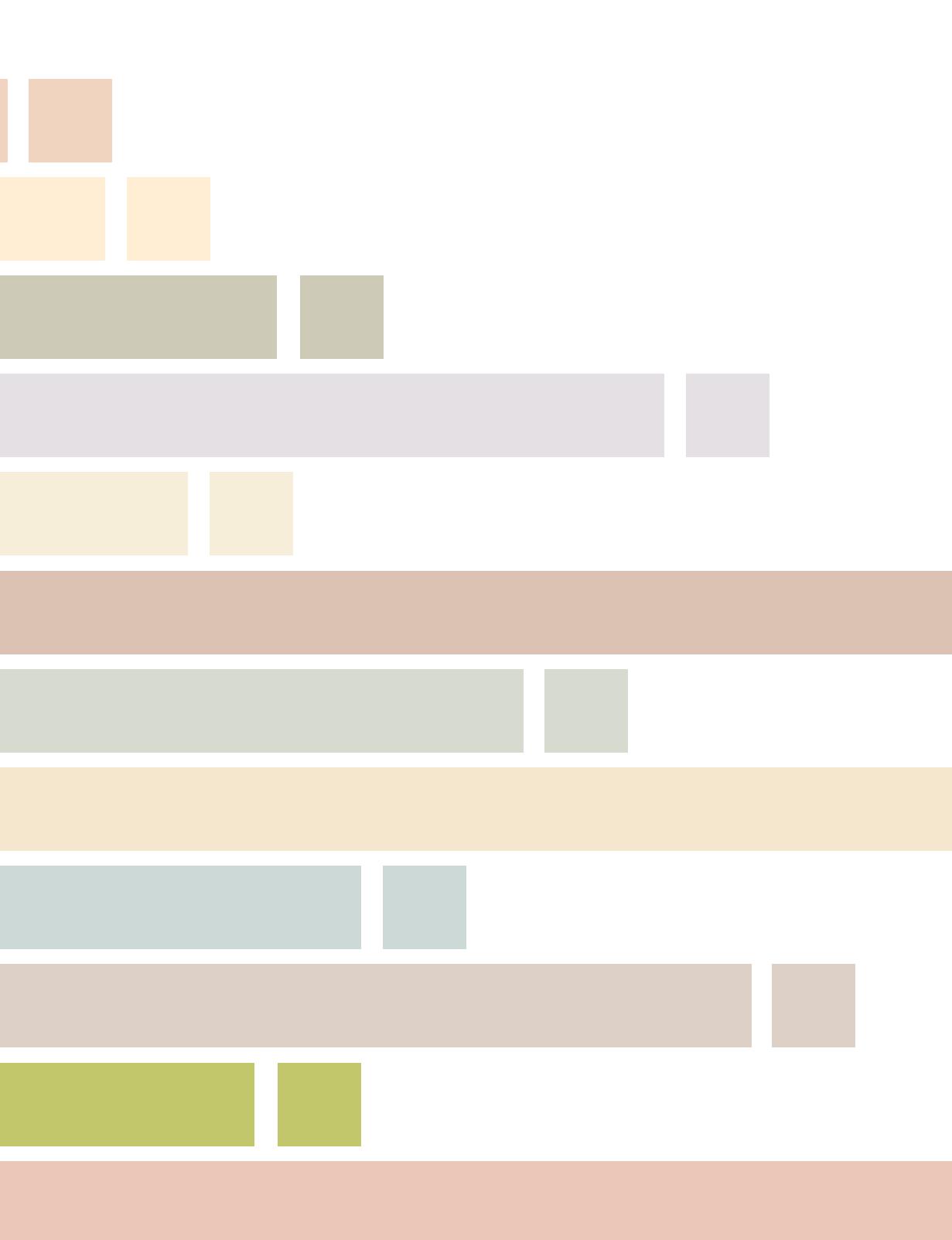
VARIABLES	(1) RETORNO SOBRE CAPITAL
Prueba Wald	15243,64 [0.000]
R2 overall	0,421
Número de empresas	359
Pruebas de especificación del modelo	
F - Pool vs Panel Efectos Fijos	5,73 [0.000]
Breusch Pagan - Pool vs Panel Ef. Aleatorios	54,76 [0.000]
Prueba de especificación de Hausman	19,81 [0.031]

NOTA. En la tabla se presentan los resultados de las regresiones panel de efectos aleatorios, a través de mínimos cuadrados generalizados (GLS) y mínimos cuadrados generalizados factibles (FGLS), usando en Retorno sobre capital como variable dependiente. Errores estándar robustos en paréntesis y p values en corchetes; *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1



(2) RETORNO SOBRE CAPITAL	(3) RETORNO SOBRE CAPITAL	(4) RETORNO SOBRE CAPITAL	(5) RETORNO SOBRE CAPITAL	(6) RETORNO SOBRE CAPITAL
12263,37	134367,71	5066,47	5255,4	15892,08
[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
0,423	0,426	0,421	0,423	0,426
359	359	359	359	359
5,71	5,73	5,73	5,71	5,73
[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
54,63	54,27	54,76	54,63	54,27
[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]	[0.000]
18,59	18,62	19,81	18,59	18,62
[0.046]	[0.000]	[0.031]	[0.046]	[0.000]





11. Antecedentes y marco teórico



11.1. Generalidades

El gobierno corporativo ha sido definido siguiendo dos enfoques diferentes. De acuerdo con Tirole (2001), la definición estándar de gobierno corporativo está estructurada partiendo de las preocupaciones de economistas clásicos, como Smith (1776) y Berle y Means (1932).

En general, esta definición supone un conflicto de intereses en la relación de delegación de funciones que se presenta en las empresas, entre los inversionistas y externos, por una parte; y los gerentes, fundadores o internos, por otra. Según Tirole, bajo este enfoque, una buena estructura de gobierno corporativo es aquella que permite seleccionar para la empresa los gerentes más capaces y, además, que lleva a los gerentes a rendir cuentas a los inversionistas que han financiado la empresa. Dentro de este marco teórico, Shleifer y Vishny (1997:737) definen gobierno corporativo como “las maneras en que los proveedores financieros de las empresas se aseguran a sí mismos el retorno sobre su inversión”.

A pesar de la alta aceptación de la que gozó esta definición a finales del siglo XX, para Tirole (2001:4) “el enfoque tradicional basado en el valor de los accionistas es demasiado limitado para el análisis económico del gobierno corporativo”, y lo define como “el diseño de las normas que inducen u obligan a la gerencia a trabajar por el bienestar de los grupos de interés”. Por lo tanto, siguiendo a Tirole, el gobierno corporativo debe tener en cuenta todas las partes relacionadas con la empresa adoptando un enfoque basado en el valor generado, no solo a los accionistas sino a los diferentes grupos de interés. Por ende, las prácticas de gobierno corporativo pretenden mitigar los conflictos de intereses y potenciar el impacto positivo que genera la empresa para las diferentes partes interesadas y relacionadas con la misma. En los últimos años el segundo enfoque ha sido ampliamente adoptado y es soportado por los lineamientos de buen gobierno promulgados por los diferentes organismos multilaterales.

La relevancia del gobierno corporativo se discute en la literatura de diversas maneras. Algunos autores parten de la crisis de 1929 y argumentan que la regulación relacionada con el gobierno y las prácticas empresariales pretende mitigar las pérdidas económicas para inversionistas individuales, y las consecuencias negativas que las mismas pueden tener para el desarrollo y la estabilidad económica. Además, argumentan que la presencia de nuevos inversionistas y el desarrollo de los mercados de capitales requiere diseñar un marco regulatorio apropiado para el gobierno de las corporaciones (Becht y DeLong, 2005; Aganin y Volpin, 2005). Esta visión supone entonces que el gobierno corporativo es un asunto de carácter público, que debe ser parte de la agenda de los reguladores, que debe garantizar una clara rendición de cuentas por parte de las empresas a sus grupos de interés, y la implementación

de buenas prácticas para el mejoramiento de la competitividad empresarial. Si se aceptan estos argumentos, el gobierno corporativo favorece entonces la consolidación de las empresas, el desarrollo de los mercados de capitales, la financiación de empresas maduras, así como nuevos emprendimientos; y, por consiguiente, el desarrollo económico de los países.

Esta visión macroeconómica se complementa con un análisis a nivel de las empresas. La necesidad de garantizar buenas prácticas de gobierno corporativo parte de las premisas bajo las que se discuten los problemas de agencia. ¿Qué se entiende por agencia? Una relación de agencia surge cuando se delegan tareas. Lo anterior sucede porque quien delega no cuenta con el tiempo o las habilidades para llevar a cabo esta actividad. Sin embargo, cuando se delega la tarea, quien la ejecuta tiene más información sobre el tiempo y los esfuerzos que requiere para realizar sus funciones, y además tiene acceso a recursos de manera privilegiada y privada. Estas asimetrías de información, junto con una divergencia en los intereses que persigue quien ejecuta la tarea y quienes la han delegado, generan escenarios propicios para que quienes desarrollan las tareas tomen ventaja de quienes se las han delegado o confiado.

¿Cómo se aplica esta discusión teórica en el ámbito empresarial? Las familias fundadoras y otros accionistas delegan la administración de sus empresas a un equipo de alta gerencia por una o las dos razones mencionadas: por no contar con el tiempo para llevar a cabo todas las actividades relacionadas con la gestión de sus empresas, o incluso por la falta de conocimiento sobre estas actividades. No obstante, debido a las asimetrías de información y los diferentes conflictos de intereses, los gerentes pueden tomar ventaja de su posición y conocimiento, y realizar acciones oportunistas que perjudican a los propietarios de las empresas. Además, los propietarios y sus gerentes pueden tomar ventaja de su conocimiento y control de la empresa para adelantar acciones que los favorecen en perjuicio de los terceros que aportan recursos para financiar las empresas (bancos o inversionistas). Por otro lado, los accionistas mayoritarios, que pueden controlar con facilidad la alta gerencia, están en capacidad de adoptar un comportamiento oportunista y ejecutar acciones que los favorecen pero que perjudican a los accionistas minoritarios (Berle y Means, 1932; Jensen y Meckling, 1976).

Los conflictos de intereses y problemas de fraude y corrupción en las empresas son más frecuentes de lo que se piensa. Lo anterior se hace evidente en el reporte del año 2014 sobre fraude y abuso ocupacional realizado por la Asociación de Examinadores Certificados de Fraude, ACFE por su acrónimo en inglés (Association of Certified Fraud Examiners, 2014). En este reporte se analizan 1.483 casos de

fraude ocupacional en nueve regiones del mundo, cubriendo 96 países localizados en América, Asia, Europa y África. El fraude ocupacional es definido como el uso inapropiado de los recursos de la empresa para enriquecimiento personal. El informe pretende identificar cómo se comete este tipo de fraude, cómo se detecta, y se discuten maneras de cómo puede ser mitigado. De acuerdo con el documento, se estima que las empresas pierden en promedio el 5% de sus ingresos anuales debido al fraude, lo que equivale a 3,7 trillones de dólares.

El fraude ocupacional es clasificado por la ACFE en tres categorías: la malversación de los activos de la empresa, la corrupción y el fraude en el reporte de los estados financieros. Dentro de ellos, el más común es el primero, el cual se presenta en el 85% de los casos analizados en el informe del 2014. Sin embargo, este es el menos costoso, ya que causa una pérdida promedio de 130,000 dólares. Por otro lado, solo el 9% de los casos están relacionados con alteración a los estados financieros, pero son los casos más costosos para las empresas; generan pérdidas que superan el millón de dólares en promedio.

A continuación mencionamos algunos de los hallazgos más interesantes de este estudio. Las empresas más afectadas son aquellas con menos de 100 empleados, debido a la informalidad, falta de procesos y de mecanismos de control. El análisis a nivel de industria muestra que el mayor número de casos reportados está en el sector bancario, los servicios financieros, la administración pública y el sector manufacturero, pero las pérdidas promedio más altas están en los sectores de minería, inmobiliario, petróleo y gas. El 77% de los casos documentados se presentan en áreas funcionales críticas, como finanzas, contabilidad, operaciones, ventas, servicio al cliente y compras. Algo preocupante es que la cantidad de tiempo promedio desde que comienza el fraude hasta que este es detectado es de 18 meses y, entre más tiempo se toma en ser identificado, la pérdida promedio es mayor. Para los casos detectados en los primeros seis meses de ocurrencia, la pérdida promedio es de 50,000 dólares, mientras que en los casos detectados luego de cinco años de haber empezado el fraude la pérdida promedio asciende a 965,000 dólares.

Respecto al cargo y estatus del individuo que comete el fraude ocupacional, ACFE reporta que los dueños y ejecutivos de las empresas solo representan el 19% de los casos, pero causan una pérdida promedio superior a los 500,000 dólares. Los gerentes de nivel medio están involucrados en el 39% de los casos, con una pérdida media de 130,000 dólares, mientras que los demás empleados se ven involucrados en el 42% de los casos, con una pérdida media de 75,000 dólares. Lo anterior pone en evidencia cómo el nivel jerárquico en el que se lleva a

cabo el fraude ocupacional tiene una relación con el monto del impacto económico del mismo. La colusión entre individuos para cometer el fraude incrementa el nivel de pérdidas promedio, desde 80,000 dólares para una persona a 500,000 dólares para más de cuatro.

La jerarquía de quien comete el delito también dificulta su detección. De acuerdo con el informe de la ACFE, un fraude típico cometido por un empleado tiene una duración promedio de un año desde que ha comenzado a llevarse a cabo, mientras que los fraudes cometidos por gerentes de cargos medios tienen una duración media de 18 meses, y por los dueños y ejecutivos supera los dos años. Además, en América Latina el 40% de los delitos son cometidos por empleados, el 40% por gerentes y el 20% por los dueños y altos ejecutivos. Los individuos con mayor nivel de educación y mayor tiempo de vinculación con la empresa son aquellos más propensos a cometer fraude y generar las mayores pérdidas asociadas a este delito.

Estos problemas, que emergen de los conflictos de intereses entre los diferentes grupos alrededor de una empresa, demandan soluciones que pueden surgir a nivel país o a nivel empresa. En el primer caso, la regulación representa el instrumento a través del cual los países demandan el establecimiento de unos mínimos de gobierno corporativo por parte de las empresas. Con el paso del tiempo se ha evidenciado la adopción de provisiones legales similares en los diferentes países alrededor del mundo, se han generado marcos regulatorios parecidos y se ha dado origen a lo que se conoce en la literatura como convergencia legal. En el segundo caso, las empresas han desarrollado e implementado diferentes mecanismos para mejorar sus prácticas empresariales y mitigar los costos de agencia, diferenciarse de sus competidores, lograr atraer más proveedores financieros e incrementar sus aliados comerciales y estratégicos. Estas iniciativas adelantadas por las empresas hacen parte del proceso que ha sido denominado como convergencia funcional.

11.2. Convergencia legal

Como se mencionó en el párrafo anterior, el término de convergencia legal hace referencia a la adopción de una normatividad similar por los diferentes países en el ámbito internacional, para brindar protección a los inversionistas. Esta regulación, que provee soporte formal a los derechos de los acreedores financieros y accionistas, así como a los derechos de otros grupos de interés,

es determinante para la existencia de las empresas. De acuerdo con Shleifer y Vishny (1997), la principal razón para que los inversionistas confíen sus recursos financieros a los gerentes de las empresas está en los derechos que reciben a cambio. La financiación externa se da en el marco de un contrato entre la empresa como un ente jurídico y los proveedores de recursos, sean estos bancos, tenedores de bonos o accionistas. Estos contratos otorgan derechos que varían en el ámbito global, tanto en la naturaleza de las obligaciones financieras que les son impuestas a las empresas para con sus proveedores de recursos, así como en la manera en que las cortes las interpretan y las hacen respetar (Shleifer y Vishny, 1997).

Los derechos que provee la ley son diversos e incluyen para los accionistas la posibilidad de votar en la toma de decisiones relevantes, como fusiones y adquisiciones, reparto de dividendos, elección de directores, entre otros; y, para los acreedores financieros, la posibilidad de tomar los activos pactados como colateral en caso de incumplimiento. Sin embargo, estos derechos en ocasiones son difíciles de ejercer (Shleifer y Vishny, 1997). Por ejemplo, en algunos países no es posible para los accionistas votar por correo físico o electrónico; no se utilizan herramientas tecnológicas que permitan interactividad al momento de tomar las decisiones; y, además, los gerentes y accionistas controlantes toman acciones para dificultar la participación en las reuniones a los accionistas minoritarios dando aviso con pocos días de anterioridad o realizando las reuniones en lugares de difícil acceso. En los países con alta protección legal a los inversionistas, la posibilidad de que todos los accionistas, o por lo menos aquellos interesados, participen en las votaciones es mayor. Sin embargo, los gerentes y directores buscan influenciar en las votaciones. Por otra parte, en los países con baja protección legal a los inversionistas los derechos de los accionistas no son respetados y la aplicabilidad de la ley es poco probable.

La Porta et al. (1998) aseguran que los derechos inherentes a los activos financieros son críticos cuando la alta gerencia adopta un comportamiento oportunista. Estos derechos dan la posibilidad a los accionistas de remover a los gerentes, remover a los directores y tomar los retornos sobre su inversión a través de dividendos. Los accionistas reciben dividendos porque pueden presionar por ellos, y los acreedores reciben el pago que esperan porque tienen el poder de tomar el colateral. Cuando estos derechos no están presentes, los acreedores financieros y accionistas no reciben el retorno sobre su inversión y, por ende, las empresas encuentran más difícil obtener financiación externa.

Debido a que estos derechos dependen del marco normativo de los países en los que se firman los contratos o se emiten los activos financieros, La Porta et al.

(1998) deciden analizar las diferencias en las provisiones legales para protección a los inversionistas en 49 países. Los autores encuentran que las leyes comerciales provienen de dos tradiciones legales: la ley común, de origen inglés; y la ley civil, la cual se deriva del derecho romano e incluye tres tradiciones legales: la francesa, la alemana y la escandinava. Los autores concluyen que los países de ley común ofrecen las provisiones legales más fuertes que protegen a sus inversionistas, mientras que los países de ley civil, y especialmente los de tradición civil francesa, ofrecen la protección legal más débil. En estos últimos es más frecuente encontrar un nivel mínimo de dividendos decretados por ley, así como una mayor concentración de la propiedad, lo que para La Porta y colaboradores serían substitutos que se desarrollan para mitigar el problema de una débil protección legal.

Los argumentos previos sugieren la existencia de una fuerte relación entre las provisiones de ley para los inversionistas y la profundidad y desarrollo de los mercados de capitales. La Porta et al. (1997) analizan la habilidad de las empresas para obtener financiación externa en los 49 países de su base de datos. En principio, se espera que en países con una fuerte protección legal a los inversionistas los empresarios estén dispuestos a buscar financiación externa para sus emprendimientos, y los proveedores de recursos inviertan en las empresas con mayor disposición y tranquilidad. Los autores encuentran evidencia soportando estos argumentos. Sus hallazgos muestran una fuerte relación entre el entorno legal y el tamaño y profundidad de los mercados de capitales.

Los resultados de La Porta et al. (1997) muestran cómo la financiación externa que reciben las empresas en los países de ley común representa el 60% del producto nacional bruto, mientras que en los países de ley civil francesa esta relación es tan solo del 20%. Los países de ley común cuentan con 35 empresas listadas en bolsa por cada millón de habitantes, mientras que los de ley civil tan solo cuentan con diez empresas listadas por el mismo número de habitantes. El número de ofertas públicas de acciones muestra el mismo comportamiento.

Para América Latina estos resultados no son nada positivos. Dentro de los países con una tradición legal proveniente de la ley civil francesa se encuentran Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay y Venezuela. Además, en este estudio Colombia obtuvo indicadores muy bajos en relación con la protección legal ofrecida a los inversionistas y a los acreedores financieros. Algunos de estos indicadores fueron recalculados una década después por Djankov et al. (2008) y, aunque se presenta mejoría en varios de ellos, otros siguen siendo muy preocupantes para la región. Se evidencian avances en las provisiones que ofrecen los marcos legales en América Latina, pero la proporción

de empresas listadas sigue siendo muy baja, la coercitividad de la ley aún incipiente y la relación entre la capitalización bursátil del mercado y el producto interno bruto no mejora en la mayoría de los países.

Esto a su vez puede explicar la alta concentración de la propiedad. La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (1999) revisan la estructura de propiedad de las 20 empresas más grandes listadas en bolsa en cada una de las 27 economías más desarrolladas del mundo, así como la de algunas de firmas más pequeñas. El enfoque sobre las firmas más grandes en las economías más desarrolladas se da precisamente porque para estas empresas la probabilidad de tener propiedad dispersa es mayor, y de hecho los autores encuentran que este es el caso. Además, separan los países estudiados en dos grupos; aquellos con una fuerte protección legal a los inversionistas y aquellos con una débil, y encuentran siempre mayor concentración de la propiedad en países con débil protección legal.

Los hallazgos son interpretados por los autores como una respuesta al riesgo de expropiación. Los accionistas controlantes están más temerosos de la posibilidad de ser expropriados en países con una pobre protección legal a los inversionistas, por lo que deciden retener el control de sus empresas. Esto les da el poder para supervisar directamente la alta gerencia y tomar las acciones necesarias para remover a gerentes de bajo desempeño o de comportamiento oportunista. Lo anterior además soporta otros hallazgos de los autores, como la mayor proporción de empresas controladas por familias en estos países, la participación directa de los accionistas controlantes en la gerencia, y la utilización de estructuras piramidales y otros mecanismos para retener el control de las empresas.

La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (1999) utilizan datos sobre las estructuras de propiedad de las grandes corporaciones en 27 países desarrollados para identificar los controlantes últimos de dichas firmas. Los resultados muestran que, excepto en economías con muy buena protección al accionista, relativamente pocas de estas firmas son de propiedad dispersa. Las firmas regularmente son controladas por familias o por el Estado. Los accionistas controlantes típicamente tienen control en exceso sobre las firmas en comparación con sus flujos de caja, primordialmente a través de estructuras piramidales y participación en la gerencia. Lo anterior puede estar en contra de los intereses de los accionistas minoritarios y facilitar la expropiación de la riqueza de los mismos.

El marco legal puede afectar, además, la política de dividendos. Para La Porta et al. (2000), en entornos caracterizados por conflictos de intereses severos entre la alta gerencia, los accionistas controlantes y los minoritarios, los dividendos

pueden jugar un papel crucial. Los autores discuten y contrastan dos modelos de agencia relacionados con el pago de dividendos. El primero es el modelo de resultado, en el que los dividendos son un resultado de la protección legal a los inversionistas. Bajo un marco legal efectivo, los accionistas minoritarios usan su poder legal para forzar a las compañías a entregar el dinero, y de esta manera evitan que los administradores y accionistas controlantes utilicen una alta fracción de las utilidades de la empresa para beneficiarse a sí mismos. Los accionistas pueden hacer esto votando por directores que ofrecen mejores políticas de dividendos, vendiendo sus acciones a inversionistas interesados en la empresa potencialmente hostiles quienes buscan el control sobre compañías que no pagan dividendos, o demandando compañías con un nivel elevado de gastos que solo benefician a los internos. El modelo de resultado, además, predice que, en países con buena protección a los accionistas, las empresas con mejores oportunidades de inversión deberían tener razones más bajas de pago de dividendos debido a que los inversionistas minoritarios protegidos estarán dispuestos a esperar por mejores dividendos en el futuro, seguros de poder recuperar los beneficios de su inversión soportados en los mecanismos legales.

El segundo modelo es el de sustitución, en el que los dividendos son sustitutos de la protección legal. Este argumento descansa crucialmente en la necesidad de las firmas de acudir a los mercados de capitales externos en busca de fondos, por lo menos ocasionalmente. Para ser capaces de conseguir fondos externos en términos atractivos, una empresa debe establecer una reputación respecto a su intención de no expropiar a los accionistas. Una manera de establecer esta reputación es por medio del pago de dividendos, lo cual reduce los recursos susceptibles de ser expropiados. El modelo de sustitución, además, predice que, en países con mala protección a los accionistas, las empresas con mejores oportunidades de inversión deberían tener razones más altas de pago de dividendos, debido a la necesidad de las empresas de mantener una alta reputación con los inversionistas para garantizar flujos de efectivo futuros para la financiación de sus proyectos.

La Porta et al. (2000) encuentran soporte empírico para el primer modelo, el modelo de resultado, resaltando la importancia de la protección legal a los inversionistas como mecanismo de gobierno corporativo para hacer frente a los problemas de agencia (conflictos de intereses) y garantizar el retorno de la inversión a los accionistas minoritarios. Los hallazgos demuestran que los accionistas obtienen dividendos siempre que las provisiones legales lo permiten.

Como análisis complementario a los trabajos anteriores, La Porta et al. (2002) desarrollan un modelo que analiza el impacto de la protección legal a los inversionistas

minoritarios sobre el valor de las empresas. Los autores concluyen que una alta protección al inversionista minoritario está asociada con un mayor valor de las empresas, lo cual pone en evidencia la importancia que tiene el desarrollar marcos regulatorios que garanticen un trato equitativo a los inversionistas sin importar la cantidad de recursos invertidos en la empresa.

Como puede verse en los párrafos anteriores, todos los planteamientos de La Porta y colaboradores están basados en el impacto que tiene el origen legal y la protección legal a los inversionistas sobre la vida económica en las naciones. Este hecho es resaltado una década después de la publicación de sus primeros artículos en La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (2008). Los autores argumentan que, a pesar del auge y la discusión académica en relación con el tema, lo claro después de una década es que el origen legal importa y tiene incidencia en la protección legal que se ofrece a los inversionistas; y, por ende, en el desarrollo económico de los países.

El trabajo de Coffee (1999) soporta los argumentos anteriores. El autor resalta que la protección legal al inversionista tiene una importancia mayor que la atribuida hasta el momento en relación con la eficiencia en la reducción de los costos de agencia. Para Coffee (1999), la protección legal al inversionista y la aplicación de las leyes le permite al país un desarrollo profundo de su mercado de capitales, generación de oportunidades para los empresarios, mayor nivel de competencia y una mejor distribución de la riqueza entre sus habitantes. La existencia de una buena protección a los inversionistas garantiza que las relaciones entre las partes estén mediadas por la ley. De otra manera, se genera un sistema de inversiones basado en las relaciones, que conduce a lo que se conoce como *crony capitalism*. Por lo tanto, la convergencia legal de los países a mejores estándares de protección legal a los inversionistas no es solo un asunto de eficiencia o de reducción de costos de agencia del capital, sino que constituye un asunto de desarrollo económico y social.

Respecto a la protección legal ofrecida a los inversionistas en América Latina, es importante mencionar el trabajo empírico realizado por Chong y López-de-Silanes (2007) con la colaboración de varios investigadores latinoamericanos. Este trabajo analiza las tendencias recientes del desarrollo institucional de América Latina respecto a la protección del inversionista. Pese al bajo desarrollo de los mercados financieros de las regiones, existe un movimiento aún incipiente hacia las reformas legales que pretenden proteger a los inversionistas y hacer los mercados regionales más atractivos para los mismos; las actuales insuficiencias en las instituciones legales de la región generan altos niveles de concentración de la propiedad, un acceso

pobre a financiamiento externo de capital y mercados de capitales limitados. La evidencia presentada por los autores, basada en información para seis países, muestra que tanto la protección legal de los inversionistas como un apropiado gobierno corporativo a nivel de empresa están vinculados a bajos costos de capital, mejor valoración, mejor desempeño y mayor pago de dividendos a través de los países. Por lo tanto, es prioritario para los países de la región buscar mejorar la protección legal al inversionista y, en general, mejorar las prácticas de gobierno corporativo.

En los trabajos académicos reseñados en este aparte se hace evidente la importancia de la protección legal a los inversionistas. No obstante, es necesario señalar que, de manera paralela o alterna, las empresas pueden implementar mejores prácticas de gobierno corporativo a través de la convergencia funcional tratando de subsanar el gap existente en el contexto legal. De esta manera las empresas buscan ofrecer voluntariamente garantías a los accionistas minoritarios. La convergencia funcional será discutida en el siguiente aparte.

11.3. Convergencia funcional

Cada empresa está sujeta a la regulación existente en el entorno en el que desarrolla sus actividades, por lo que su estructura y prácticas de gobierno deberán cumplir como mínimo con los requerimientos legales. Se espera que esto suceda cuando la coercitividad o aplicabilidad de la ley sea alta. En caso contrario, es posible que algunas empresas incluso decidan no cumplir con las imposiciones legales, sabiendo de antemano que existe una alta probabilidad de no ser castigados por las cortes. Sin embargo, no cumplir con las obligaciones que se tienen con los acreedores financieros o accionistas es costoso para las empresas, ya que pierden credibilidad y reputación en el mercado (Shleifer y Vishny, 1997). Aquellas que desean consolidarse, incrementar su participación en el mercado y obtener recursos para financiar su crecimiento pueden adoptar prácticas a nivel empresa que van más allá de las exigencias legales. Las principales se reseñan a continuación.

11.3.1. Juntas directivas

Para controlar el comportamiento oportunista o negligente de la alta gerencia, los accionistas pueden constituir juntas directivas, encargadas de supervisar y asesorar al gerente y su equipo de trabajo. Para Fama (1980), las juntas directivas hacen parte de una selección de mecanismos de supervisión internos y externos

que permiten estimular la eficiencia de la empresa en marcha. En términos generales, las funciones que llevan a cabo las juntas directivas pueden agruparse en dos clases: de control, y de acompañamiento o asesoría. Empero, en la teoría clásica estos órganos de gobierno fueron concebidos principalmente como organismos de control y supervisión al comportamiento oportunista y negligente del gerente.

Para Fama y Jensen (1983), el proceso de toma de decisiones en las empresas involucra decisiones de formulación, a través del cual se generan propuestas para asignación de recursos y estructuración de contratos; de ratificación, por medio del cual se escogen las iniciativas a ser implementadas; de implementación, ejecutando las iniciativas ratificadas; y de supervisión, a través de un seguimiento y medición del desempeño de las acciones llevadas a cabo por la alta gerencia e implementando recompensas ante buenos resultados. Según Fama y Jensen, debido a que la formulación e implementación son decisiones que típicamente son asignadas a la alta gerencia, es conveniente denominar estas funciones como decisiones gerenciales. Así mismo, el término de decisiones de control comprende las de ratificación y de supervisión.

Cuando las decisiones gerenciales son llevadas a cabo por personas diferentes a los propietarios, es preferible que estas y las decisiones de control no sean tomadas por el mismo grupo de individuos. De acuerdo con Fama y Jensen (1983), el control de los problemas de agencia en el proceso de decisión es importante cuando los gerentes que proponen e implementan decisiones importantes no asumen la mayor proporción de los efectos de estas sobre su propia riqueza. Sin procesos de control efectivos, con mayor probabilidad estos gerentes tomarán acciones que se desvían de los intereses de los accionistas y otros grupos de interés. Un sistema efectivo para las decisiones de control implica, casi por definición, separar las decisiones de control de las gerenciales.

Fama y Jensen enuncian características generales de un sistema de control en las empresas. Primero, el establecimiento de jerarquías para la toma de decisiones. De esta manera, los empleados de alto nivel jerárquico ratifican y supervisan las decisiones de los que ocupan posiciones en niveles jerárquicos más bajos. Segundo, sistemas de supervisión mutuos. El control formal es complementado por el informal debido a que los empleados desean estar en organizaciones con un alto nivel de competencia, con sistemas de recompensa claros y con potencial para el desarrollo del capital humano, lo cual se apoya en la supervisión que se ejerce entre empleados. Y, tercero, juntas directivas como órganos que ratifican y supervisan las decisiones importantes y seleccionan, despiden y recompensan la alta gerencia. Tales juntas directivas de múltiples miembros hacen que la colusión

entre los empleados sea más difícil, y hacen posible la separación entre la gerencia y el control de las decisiones más importantes de una organización.

Los investigadores en gobierno corporativo, los organismos multilaterales, los reguladores en los diferentes países y las empresas en general regularmente otorgan una alta importancia a este órgano de gobierno y dedican esfuerzos a estudiar y definir estándares mínimos relacionados con su conformación, sus funciones y su operatividad. De allí se han derivado políticas públicas que pretenden facilitar la efectividad de las juntas directivas en el desarrollo de sus funciones³. Es pertinente resaltar que, a pesar de lo anterior, los esfuerzos regularmente se encaminan a fortalecer las juntas directivas en las empresas listadas, partiendo del supuesto de que allí son importantes debido a la participación de un gran número de accionistas minoritarios, tenedores de las acciones de estas empresas transadas en el mercado, y que dependen en gran medida de las provisiones legales y las buenas prácticas a nivel empresa para hacer valer sus derechos. Sin embargo, las empresas de capital cerrado en América Latina son la mayoría, particularmente en Colombia, y el buen gobierno en estas empresas es crítico para la generación de empleo, el incremento en el recaudo de impuestos y el desarrollo económico del país en general.

11.3.2. Propiedad y compensación gerencial

La hipótesis de convergencia de intereses planteada por Jensen y Meckling (1976) sugiere que es posible alinear los intereses de los gerentes con los de los accionistas otorgando participación en la propiedad de la empresa a la alta gerencia. Esto pretende mitigar el problema entre gerentes y accionistas, buscando que el equipo gerencial mejore su desempeño y compromiso con la empresa, en la medida en que el desempeño financiero de la misma en el largo plazo afecte su riqueza personal. Sin embargo, al mismo tiempo puede suceder que una alta participación en el capital de la empresa por parte de la alta gerencia permita a los ejecutivos conservar sus posiciones aun cuando su desempeño no sea el esperado, además de influir en las decisiones para obtener altos salarios y bonificaciones. Lo anterior ha sido discutido en la literatura como la hipótesis de atrincheramiento.

3 Para el lector interesado en conocer más respecto a los factores que afectan el funcionamiento de las juntas directivas, así como algunas implicaciones prácticas de estos órganos de gobierno sobre el desempeño y diferentes políticas financieras en las empresas colombianas, sugerimos consultar el libro de Guzmán, Prada y Trujillo (2015).

En las contrastaciones empíricas, es decir, analizando la información disponible en el sector empresarial a través de exámenes estadísticos y econométricos, se ha encontrado evidencia para la hipótesis de convergencia de intereses y para la de atrincheramiento. Por ejemplo, Morck, Shleifer y Vishny (1988) estudiaron la relación entre propiedad gerencial y el valor de la firma, y encuentran soporte para la hipótesis de convergencia de intereses, mostrando una relación positiva entre la participación del gerente en la propiedad de la empresa y la capitalización bursátil de la misma. Por otro lado, Stulz (1988) apoya la hipótesis de atrincheramiento afirmando que, cuando el nivel de propiedad gerencial excede el 50%, los gerentes resultan protegidos contra la disciplina del mercado y se crea una relación curvilínea entre la propiedad gerencial y el valor de la firma; es decir, el valor de la empresa inicialmente incrementa, en la medida en que la propiedad gerencial crece, y luego comienza a decrecer debido al aislamiento gerencial.

Ante estos hallazgos, Morck, Shleifer y Vishny defienden su posición afirmando que el atrincheramiento de los gerentes no necesariamente se alcanza incrementando su participación en el capital de la empresa, ya que aun con bajas participaciones existen otros factores que pueden causar atrincheramiento, tales como las habilidades del gerente, la permanencia en la empresa y la presencia de una familia fundadora. De igual manera, altas participaciones no implican atrincheramiento si existen mecanismos de supervisión efectivos, tales como una junta directiva fuerte.

En la práctica, algunas empresas han decidido otorgar una participación moderada a los gerentes con el fin de alinear sus intereses con los de los accionistas. Esto es común a través de complejos paquetes de compensación gerencial (Murphy, 1985; Jensen y Murphy, 1990). En el ámbito empresarial se han creado esquemas de compensación que incluyen, además del componente fijo, bonos de compensación por desempeño, así como acciones y opciones sobre acciones. Los bonos por desempeño regularmente están asociados al cumplimiento de metas en el corto plazo, mientras que las acciones pretenden alinear intereses entre gerentes y accionistas en el largo plazo. Además, las opciones sobre acciones pueden ser ejercidas luego de que el ejecutivo ha alcanzado un nivel de antigüedad en la empresa que lo hace acreedor de este derecho, por lo que nuevamente busca una alineación en el largo plazo. Estos últimos dos mecanismos hacen que las decisiones que toma la alta gerencia afecten su propia riqueza. Además, algunos contratos permiten a las empresas despedir al ejecutivo cuando el desempeño financiero de la empresa no es el esperado.

Murphy (1985) presenta un estudio pionero identificando una relación positiva entre la compensación de la alta gerencia y el valor de las empresas,

y encuentra mayores crecimientos y nivel de ventas en empresas con paquetes de compensación gerencial más complejos. Sin embargo, Jensen y Murphy (1990) afirman que la variación de la compensación del gerente respecto a la variación del desempeño de la empresa no es tan alta como se espera. Ante esto, Haubrich (1994) afirma que contratos más sensibles implicarían mayor exposición al riesgo por parte de los ejecutivos y no serían posibles de implementar para individuos adversos al riesgo.

El interés por el impacto de la compensación gerencial continúa vigente en la literatura. El trabajo realizado por Eisfeldt y Rampini (2008) muestra que la compensación gerencial puede ser utilizada para lograr que los gerentes revelen la información necesaria para cerrar operaciones en ciertos negocios y reasignar los recursos a otras unidades más rentables. Los autores demostraron que, en épocas de recesión (donde gran parte del capital debe ser reasignado), los gerentes reciben altas bonificaciones para que revelen información privada sobre la calidad de los proyectos que tienen en su portafolio. Cuando los bonos son insuficientes para alinear los incentivos, los presidentes ejecutivos son despedidos y reemplazados por otros. Almazan et al. (2008) mostraron que los paquetes de compensación gerencial no solo sirven para mitigar los problemas de agencia sino también para incentivar la revelación de información al mercado.

11.3.3. Concentración de la propiedad por un externo

Se espera que la concentración de la propiedad por parte de un accionista externo genere un control efectivo sobre las decisiones y acciones de la alta gerencia, y evite así el problema de acción colectiva y falta de supervisión que genera la propiedad dispersa, discutido por Grossman y Hart (1980) como el problema del *free-rider*. Específicamente, cuando existe un gran número de accionistas, ninguno de ellos cuenta con una participación suficientemente representativa para controlar la alta gerencia, y los costos asociados a un mayor nivel de supervisión sobrepasan los beneficios que obtendría el accionista que decide ejecutar acciones para incrementar el nivel de control. Por lo tanto, ninguno de los accionistas está dispuesto a asumir los costos de supervisión y espera que otro decida hacerlo para beneficiarse de manera indirecta. Así, ningún accionista supervisa lo que sucede en la empresa. Sin embargo, uno mayoritario cuenta efectivamente con los incentivos apropiados y el poder para controlar las

decisiones que se toman por los ejecutivos en la empresa. De acuerdo con Denis y McConnell (2003), lo anterior genera unos beneficios compartidos del control, es decir, el accionista mayoritario ejerce la supervisión, pero todos los accionistas se benefician de esta acción.

No obstante, se ha documentado la existencia de beneficios privados del control. Los primeros autores en resaltar este tipo de beneficios fueron Barclay y Holderness (1989), quienes encuentran que los accionistas controlantes reciben primas promedio del 20% al transar sus acciones en el mercado, lo que evidencia los beneficios privados que el accionista controlante puede asegurarse excluyendo a los accionistas minoritarios. En otras palabras, el accionista mayoritario puede utilizar su poder para tomar decisiones que lo favorecen, incluso si estas perjudican a los minoritarios. Lo anterior se puede lograr a través de salarios desproporcionados o transacciones con partes relacionadas a precios inferiores a los de mercado. Johnson, La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (2000) crearon el término *tunneling* para caracterizar la expropiación de los accionistas minoritarios en la República Checa (removiendo activos a través de un túnel subterráneo), es decir, para describir la transferencia de los activos y las utilidades fuera de las empresas para el beneficio de aquellos que las controlan. En su artículo aseguran que aun en países desarrollados el *tunneling* puede ser sustancial y la mayoría del mismo permitido por los marcos legales.

Por lo tanto, el efecto de la concentración de la propiedad por parte de un accionista externo sobre los problemas de agencia, y en última instancia sobre el valor de la firma, dependerá del balance entre los beneficios compartidos y los beneficios privados del control. En América Latina en general, y en Colombia en particular, la concentración de la propiedad, la prevalencia de empresas y grupos familiares, y la proliferación de estructuras piramidales crean un escenario en el que los derechos de los accionistas minoritarios pueden ser vulnerados. De acuerdo con Faccio, Lang y Young (2001), el problema de agencia sobresaliente en países con alta concentración de la propiedad y control por parte de las familias es el que se presenta entre el accionista controlante y los accionistas minoritarios. Lo anterior genera la necesidad de fortalecer la regulación a nivel país y las prácticas de gobierno a nivel empresa, para proteger los derechos de los accionistas minoritarios y reducir la probabilidad de que los accionistas mayoritarios obtengan beneficios privados derivados del control que ejercen en sus empresas.

11.3.4. Pago de dividendos

A partir de los trabajos de Rozeff (1982), Easterbrook (1984) y Jensen (1986), el análisis de los dividendos como un mecanismo para mitigar los problemas de agencia ha cobrado importancia en la literatura de gobierno corporativo. De acuerdo con la hipótesis del flujo de caja libre de Jensen (1986), la alta gerencia puede incrementar su consumo de prebendas, gastos de representación sumptuosos y gastos innecesarios solo en la medida en que la empresa cuente con flujo de caja suficiente para cubrir dicho incremento. Consecuentemente, cabe suponer que el consumo de prebendas ocurre con mayor frecuencia en empresas con capacidad de generar grandes flujos de efectivo que superan las necesidades para financiar sus oportunidades de crecimiento. Por lo tanto, es necesario buscar reducir el efectivo bajo el control de los gerentes, y un mecanismo para ello son los dividendos. Un gran número de trabajos empíricos, reseñados por Shleifer y Vishny (1997); Denis y McConnell (2003); Durnev, Morck y Yeung (2004) y otros, muestran que los problemas de agencia del flujo de caja libre tienen una importancia de primer orden en el ámbito global.

Para argumentar cómo los dividendos reducen los problemas de agencia, Easterbrook (1984) resalta potenciales conflictos de intereses que surgen de la aversión al riesgo del gerente. Los gerentes tienen parte importante de su riqueza vinculada a la empresa que dirigen, y si las empresas se desempeñan pobremente o van a bancarrota, los gerentes pierden sus trabajos y cualquier riqueza atada a las acciones de la empresa. Por lo tanto, los gerentes están preocupados por el riesgo total de la firma, y su aversión personal al riesgo magnifica este asunto.

Para Easterbrook (1984), el papel de los dividendos es múltiple controlando los problemas de agencia en la empresa. De acuerdo con este autor, el decretar dividendos mantiene a la empresa activa en el mercado de capitales y, por ende, activa mecanismos que reducen los costos de agencia de la gerencia y que previenen el enriquecimiento de un grupo de inversionistas a costa de otros por cambios en la estructura de financiación a largo plazo de la empresa una vez se han emitido instrumentos financieros⁴.

4 Para Easterbrook (1984), los gerentes adversos al riesgo van a escoger proyectos muy conservadores, con bajas expectativas de retorno. Además, los gerentes pueden cambiar el riesgo de la firma no solo alterando el portafolio de proyectos, sino también alterando la relación deuda-capital. Si los gerentes deciden primero emitir deuda y después financiar nuevos proyectos con utilidades retenidas, la relación deuda capital se reduce. Entre más baja sea esta, más bajo será el riesgo de los gerentes y mayores los beneficios concedidos a los tenedores de deuda, quienes reciben los intereses pactados pero evitan el riesgo pactado. Y, tal como los tenedores de deuda quieren limitar los dividendos para evitar un abuso por parte de los accionistas una vez se ha fijado la tasa de interés, así mismo los accionistas pueden incrementar los dividendos para evitar el abuso por parte de los tenedores de deuda.

Un argumento similar es presentado por Rozeff (1982) quien, a través de un modelo teórico, afirma que el pago de dividendos puede explicarse por un intercambio entre los costos que emergen de la financiación externa y la reducción en los costos de agencia cuando la empresa lleva a cabo la distribución de utilidades. Los pagos de dividendos pueden servir como herramienta para supervisar el desempeño de la empresa en la medida en que la exponen a la supervisión del mercado de capitales.

11.3.5. Endeudamiento

Al igual que sucede con los dividendos, mayores niveles de endeudamiento reducen el flujo de caja disponible y se espera que mitiguen los costos de agencia en las empresas (Jensen y Meckling, 1976). Las presiones que genera la deuda sobre el flujo de caja y la supervisión por parte de los acreedores financieros reducen la probabilidad de un comportamiento oportunista del gerente. Grossman y Hart (1982) aseguran que la emisión de deuda puede llevar a que los gerentes trabajen más duro, consuman menos prebendas y realicen inversiones óptimas por miedo a perder el control de las empresas que administran, y por miedo a perder su reputación en el mercado. Huizinga et al. (2008) encontraron en las empresas multinacionales que un alto nivel de deuda en las subsidiarias reduce substancialmente los costos de supervisión de la casa matriz. Lo anterior sugiere que, mediante el endeudamiento, la casa matriz “subcontrata” al banco local para supervisar el comportamiento de los gerentes de las subsidiarias. Por otra parte, Lambrecht y Myers (2008) muestran que el gerente, buscando conservar su posición, los beneficios que obtiene de la misma y a la vez cumplir con las obligaciones derivadas de la deuda, desinvierte en proyectos que agregan poco valor a las empresas.

Es necesario aclarar que altos niveles de endeudamiento pueden llevar a que los accionistas tomen ventaja de los acreedores financieros. Para Jensen y Meckling (1976), en empresas muy endeudadas y en riesgo de bancarrota los gerentes pueden tomar deuda para realizar inversiones en proyectos de bajo riesgo; pero, una vez obtenido el crédito, pueden destinar los recursos a proyectos de alto riesgo, los cuales, en caso de ser exitosos, favorecen a los accionistas ya que mejoran la situación financiera de la empresa. Pero, en caso de fracasar, afectan a los acreedores financieros principalmente. Además, Myers (1977) asegura que en, empresas en riesgo de bancarrota, los accionistas pueden decidir no destinar dinero para proyectos rentables, porque los rendimientos en su mayoría serán tomados por los

acreedores financieros. Sin embargo, estos conflictos se presentan especialmente cuando la empresa cuenta con una alta dispersión de la propiedad, y en América Latina generalmente la propiedad es concentrada. Los intereses de accionistas mayoritarios y los acreedores financieros regularmente están alineados, en la medida en que ambos están interesados en la supervivencia de la empresa.

11.3.6. Unificaciones de diferentes tipos de acciones

La unificación de diferentes tipos de acciones emitidas por un mismo emisor es considerada un mecanismo de gobierno corporativo a nivel de las empresas. Los diferentes tipos de acciones surgen cuando los accionistas controlantes desean financiar la empresa a través de instrumentos de capital, pero no están dispuestos a ceder el control de sus empresas. Por lo anterior, pueden decidir emitir acciones preferenciales sin derecho a voto. Debido a que la existencia de acciones con diferentes tipos de derechos facilita la expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios por parte de los mayoritarios, se espera que los procesos de unificación mitiguen los conflictos de intereses entre gerentes y accionistas, y entre accionistas mayoritarios y minoritarios.

Maury y Pajuste (2011) analizan este tipo de decisiones en empresas de siete países europeos. Los autores encuentran que estas operaciones se realizan en empresas donde los accionistas controlantes tienen menos libertad para adoptar un comportamiento oportunista; por ejemplo, en empresas con inversionistas institucionales y que, además de estar listadas en el mercado de capitales de su país, lo están en mercados extranjeros; y, por consiguiente, expuestas a un mayor nivel de vigilancia. Además, estas unificaciones también resultan más probables en empresas con mayores oportunidades de crecimiento, que requieren financiación externa. De igual manera, cambios en la regulación que limitan a los accionistas controlantes hacen más probable la ocurrencia de estas operaciones. Pajuste (2005) demuestra que estas unificaciones son cada vez más comunes en Europa, y además encuentra que el valor de las empresas en el mercado se incrementa luego de adelantar el proceso de unificación. Amoako-Adu y Smith (2001) encuentran resultados similares para Canadá.

11.3.7. Órganos y mecanismos de gobierno en la empresa familiar

La prevalencia de las empresas familiares en países desarrollados y emergentes ha sido ampliamente discutida. Villalonga et al. (2015) reseñan diferentes investigaciones en las que se demuestra que el 33% de las empresas más grandes listadas en Estados Unidos son familiares, proporción que asciende a 55% al incluir el total de las empresas listadas en bolsa, y a 90% al tener en cuenta empresas listadas y de capital cerrado. Además, reseñan otras investigaciones que discuten la alta proporción de empresas familiares en Europa y Asia. Los países emergentes igualmente cuentan con una alta concentración de la propiedad en manos de las familias fundadoras. Esta realidad hace necesario el estudio de los conflictos de intereses y mecanismos de gobierno corporativo para esta estructura de propiedad en particular.

La teoría clásica de agencia sugería que en la empresa familiar los conflictos de intereses eran inexistentes o, por lo menos, mucho menores a los problemas de agencia presentes en las empresas de propiedad dispersa (Fama y Jensen, 1983). Sin embargo, lo anterior ha sido revaluado en estudios más recientes. Schulze et al. (2001) presentan argumentos que soportan la existencia de problemas propios de las empresas familiares, además de características que dificultan implementar mecanismos que en otro tipo de empresas pueden ser fácilmente incorporados a las estructuras de gobierno; por ejemplo, la propensión de los fundadores a otorgar a sus hijos importantes beneficios económicos, o permitirles ocupar cargos directivos en las empresas, aun si no son idóneos para los mismos, genera problemas que no afrontan las empresas no familiares. Adicionalmente, el altruismo familiar puede llevar a ofrecer a los miembros familiares una estabilidad laboral independientemente del desempeño de los individuos, así como beneficios que no recibirían en otra empresa.

Schulze, Lubatkin y Dino (2003) señalan la existencia de otros conflictos de intereses en las empresas familiares dirigidas por un miembro de la segunda generación. Por ejemplo, se puede presentar un posible interés del gerente familiar por favorecer primero a sus hijos y cónyuge antes que a los hijos y cónyuges de los otros propietarios. Además, la participación accionaria igualitaria entre los diferentes hermanos puede llevar a luchas por el control corporativo, y generar maniobras políticas y alianzas entre algunos de ellos, de manera que se aumenten los problemas familiares. Todo lo anterior puede traer consecuencias indeseables sobre las decisiones de inversión y financiación de la empresa. Además, Block (2012)

asegura que la rivalidad entre hermanos, los conflictos de identidad, los deseos de los hijos de ser diferentes a sus padres, los problemas matrimoniales o las diferencias en los objetivos relacionados con el desarrollo de la empresa incrementan los conflictos de intereses, dificultan la coordinación de los equipos gerenciales y llevan a decisiones que no son óptimas en relación con inversiones estratégicas, como aquellas destinadas a investigación y desarrollo.

Lo anterior hace necesario contar con órganos y mecanismos de gobierno corporativo diseñados específicamente para este tipo de empresa. Por ejemplo, el establecimiento de un protocolo familiar en el que se definan reglas claras de relacionamiento entre la familia y la empresa; la constitución de un consejo familiar, elegido por todos los miembros de la familia, encargado de dirimir los conflictos entre parientes y de articular la visión familiar con la de la empresa para proteger los valores, necesidades y deseos de la familia; o bien la conformación de la asamblea familiar, para lograr armonía entre los diferentes parientes. Sugerimos al lector interesado en estos mecanismos de gobierno específicos de la empresa familiar leer el artículo de Villalonga et al. (2015). En tal trabajo se presenta un análisis de los diferentes problemas de agencia en la empresa familiar y los mecanismos que permiten mitigarlos.

11.3.8. Transparencia y revelación de la información

En las empresas surge naturalmente una diferencia en el nivel de información a disposición de la alta gerencia y los accionistas controlantes, en comparación con la información que tienen los acreedores, los accionistas minoritarios y otros grupos de interés externos. Lo anterior se conoce como asimetrías de información, las cuales pueden dificultar el acceso de las empresas a los recursos externos que necesitan para financiar su operación y sus oportunidades de crecimiento.

Para entender esto vale la pena discutir los argumentos de Akerlof (1970). El autor utiliza lo que sucede en el mercado de los autos usados, donde se encuentran diversos grados de calidad del mismo producto, para explicar cómo las asimetrías de información generan problemas importantes para el funcionamiento de los mercados. En general, Akerlof sostiene que en el mercado de los autos usados se pueden conseguir tanto vehículos en muy buen estado como de pésima calidad. Sin embargo, los vendedores, que conocen la realidad del vehículo

que pretenden vender, siempre afirmarán que este se encuentra en perfecto estado con el fin de obtener un buen retorno en el proceso de venta. Los compradores no tienen la misma información que los vendedores y, en consecuencia, si no pueden contar con una fuente de información confiable para discriminar el tipo de vehículo que adquieren, establecen precios promedio que no compensan de manera justa los vehículos de alta calidad. Lo anterior lleva a una reducción en el tamaño del mercado, y a que los vendedores estén dispuestos a vender vehículos en mal estado con mayor probabilidad. Sus conclusiones se han extendido al funcionamiento de otros mercados, tales como el de seguros, el mercado laboral y el mercado de crédito en países en vía de desarrollo. A partir de sus aportes se presentaron desarrollos teóricos posteriores al problema de la señalización en relación con el mercado laboral y las finanzas corporativas.

El problema en el ejemplo utilizado por Akerlof puede solucionarse si los vendedores de vehículos en buen estado pueden enviar una señal; es decir, relevan información confiable respecto a la calidad del activo que tienen en venta. Lo anterior se conoce en la literatura económica como el problema de señalización. Spence (1973, 1974) es el ejemplo clásico del problema de señalización, aplicado en este caso específico al mercado laboral. El escenario básico considerado por Spence es un mercado competitivo en el que las empresas no conocen la productividad de los trabajadores que van a contratar. En ausencia de información respecto a la productividad del trabajador, los salarios reflejan únicamente la productividad esperada, y generan un nivel de compensación inferior al esperado por parte de los trabajadores productivos. En esta situación, los trabajadores de alta productividad tienen incentivos para tratar de señalizar su efectividad en el desempeño de sus funciones a las empresas. Para Spence, la educación actúa como una señal de la productividad del trabajador. En síntesis, la educación puede ser menos costosa o difícil de obtener para los trabajadores más productivos y, por lo tanto, estos se pueden diferenciar adquiriendo más educación.

Estos argumentos han sido trasladados a la posibilidad de las empresas de obtener financiación por parte de acreedores financieros y accionistas por Healy y Palepu (2001). Para estos autores, en una economía existen diversas empresas que desean obtener financiación proveniente de los ahorros de los individuos en la sociedad. Estos recursos se encuentran administrados por bancos y otros inversionistas institucionales, como fondos de pensiones y cestas, fondos fiduciarios o, incluso, por los mismos ahorradores que deciden actuar como inversionistas. Tanto las empresas como los administradores de los recursos financieros desean establecer acuerdos rentables. Sin embargo,

la escogencia adecuada de las ideas de negocio o empresas a financiar es una tarea compleja al menos por dos razones: primero, porque los empresarios tienen mejor información que los inversionistas respecto a la calidad, riesgo y perspectivas de crecimiento de sus ideas de negocio o de sus empresas, y además tienen incentivos para presentar sus proyectos con los mejores prospectos posibles, llegando incluso a sobreestimarlos. Segundo, porque, una vez la decisión de inversión ha sido tomada, los empresarios pueden utilizar estos fondos pensando en su propio beneficio y no en el de todos los involucrados.

La situación descrita por Healy y Palepu (2001) lleva a un problema de información que puede ocasionar una falla en el mercado, tal como lo mencionó Akerlof (1970). Healy y Palepu proveen un ejemplo útil para entender cómo puede presentarse esta falla: suponga un escenario en el cual la mitad de las ideas son “buenas” y la mitad “malas”; si los inversionistas no están en capacidad de diferenciarlas, los empresarios con malas ideas van a solicitar que sean valoradas como buenas; los inversionistas de antemano saben esto y deciden otorgar una valoración promedio, sobrevalorando las malas ideas y castigando las buenas. Lo anterior efectivamente representa una falla de mercado.

Según Healy y Palepu, este problema puede ser solucionado de diferentes maneras, pero dos relacionadas especialmente con la revelación de información. Primero, estableciendo una regulación exigente que obligue a los gerentes a revelar la mayor cantidad de información privada posible respecto a la situación presente y futura de sus empresas. Segundo, salvaguardando los intereses de los inversionistas al facilitarles utilizar información provista por intermediarios de información, como los analistas financieros y las agencias de calificación de riesgo. Estos argumentos resaltan la importancia de la revelación de información por parte de las empresas para reducir los conflictos de agencia que involucran grupos de interés externos.

Ahora bien, dada la similitud entre los términos de transparencia y revelación de información, es necesario hacer claridad al lector respecto a la diferencia entre los dos. Es generalmente aceptado entre los profesionales trabajando en gobierno corporativo en empresas, organismos multilaterales y agencias gubernamentales entender la revelación de información como el proceso a través del cual se cumple con los requerimientos mínimos impuestos por los marcos normativos sobre las empresas, mientras que la transparencia implica un esfuerzo que realiza la empresa por hacer que la información que se revela sea útil para la toma de decisiones, por lo que debe ser relevante y comunicarse de manera sencilla y fácil de entender. Por lo tanto, la transparencia va más allá de las exigencias legales.

11.4. Revelación de información y valor de las empresas

La línea argumentativa discutida en el aparte anterior sugiere que la revelación de información y la transparencia corporativa permiten a las empresas con buenas prácticas corporativas oportunidades de crecimiento y buenos prospectos de futuro. Así mismo, les permiten transmitir o revelar esta información a los analistas económicos e inversionistas, de manera que logran una valoración más adecuada de su empresa. Además, reducir la opacidad empresarial limita la posibilidad de cometer fraude ocupacional reportando información financiera incorrecta y que lleve a toma de decisiones poco acertadas por parte de diferentes actores en el mercado. En este aparte se reseñarán los estudios previos que se han realizado y que soportan estas implicaciones teóricas. Igualmente, discutiremos las sugerencias que realizan los organismos multilaterales, la superintendencia financiera, así como un programa que implementó la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) para reconocer las empresas con mejores prácticas relacionadas con revelación de información.

11.4.1. Estudios previos

La intuición teórica que soporta los estudios empíricos que pretenden encontrar una relación positiva entre valor de las empresas y revelación de información se encuentra explicada claramente en el artículo de Healy y Palepu (1993), dirigido a gerentes de empresas. Los autores sostienen que los reportes financieros auditados y que correspondan a la realidad financiera de las empresas son una herramienta útil para disminuir las asimetrías de información entre los externos y los internos en las empresas. Sin embargo, lo anterior es necesario pero no suficiente. Así mismo, es importante complementar esto con una estrategia de revelación voluntaria, para hacer entender a los externos la estrategia que desea adelantar la alta dirección. Lo anterior no solo permite mejorar la valoración de las empresas, sino poner a disposición de los analistas externos información relevante. Además de lo anterior, si las empresas deciden revelar información al mercado, pueden reducir el costo de financiación cuando están buscando emitir

acciones o bonos. Al mitigar las asimetrías de información y mostrar la calidad de los proyectos de inversión y el futuro de la empresa, logran conseguir recursos bajo condiciones financieras más favorables. No obstante, ¿qué empresas estarán dispuestas a revelar información y ser más transparentes? Solo aquellas que tienen información valiosa que transmitir al mercado, las mejor gobernadas, y aquellas con mejores expectativas de futuro.

Diferentes investigadores han llevado a cabo estudios empíricos que pretenden corroborar estos planteamientos teóricos. Por ejemplo, la literatura ha discutido y demostrado la existencia de una relación entre buenos estándares de gobierno y un mayor nivel de transparencia. Utilizando una base de datos de empresas de Hong Kong, Ho y Wong (2001) analizan la relación entre la revelación voluntaria de información y determinados atributos de gobierno corporativo, como la proporción de directores independientes, la existencia de un comité de auditoría de adopción voluntaria, y el porcentaje de miembros de la familia en las juntas, entre otros. Los autores logran demostrar una relación positiva entre la existencia de un comité de auditoría y los niveles de relevación de información de las empresas. En contraste, entre mayor es el porcentaje de miembros de la familia en las juntas, menor es la transparencia de las empresas.

Bhat et al. (2006) analizan la relación entre gobierno corporativo, revelación de información y la precisión de los pronósticos que emiten los analistas económicos sobre las empresas. Los autores realizan su estudio analizando la revelación de información respecto al gobierno corporativo de la empresa, otra información financiera y no financiera, y la precisión en el pronóstico de las utilidades por parte de los analistas económicos sobre empresas de 21 países como Reino Unido, Australia, Bélgica, Hong Kong, Irlanda, Singapur, España, y algunos latinoamericanos, específicamente Brasil, México y Chile. Los autores encuentran que los pronósticos son más acertados cuando las empresas son más transparentes, no solo en lo relacionado con información financiera y no financiera, sino respecto a sus estructuras y prácticas de gobierno corporativo.

Respecto a la transparencia de las empresas controladas por las familias, Anderson Duru y Reeb (2009) encuentran resultados similares a los de Ho y Wong. Los autores construyen un índice de opacidad corporativa para las 2.000 empresas manufactureras más grandes en los Estados Unidos, para el periodo comprendido entre el 2001 y el 2003. Anderson y colaboradores encuentran que las empresas que son controladas por fundadores o herederos son mucho más opacas que las empresas con propiedad dispersa. Además, los autores hallan que los efectos positivos de la propiedad de fundadores o herederos sobre el desempeño

de las empresas solo se mantienen para el grupo de empresas más transparentes. Por el contrario, en las empresas más opacas la propiedad por parte de fundadores o herederos genera un efecto negativo sobre el desempeño de las empresas. Lo anterior sugiere que en empresas transparentes y mejor gobernadas los beneficios de la propiedad familiar, como una mayor supervisión sobre los gerentes, sobrepasan los costos de la propiedad familiar, como la extracción de beneficios privados derivados del control (altos salarios o transacciones con partes relacionadas a precios favorables, por ejemplo). Lo contrario sucede cuando las empresas no son transparentes.

Por otra parte, se ha discutido igualmente la relación negativa existente entre la concentración de la propiedad y la transparencia corporativa. Khurana et al. (2006) parten de los planteamientos teóricos de agencia y asimetrías de información, y aseguran que la revelación de información reduce el costo de financiación y mejora la capacidad de las empresas de obtener fondos proveídos por parte de externos para financiar sus proyectos. Para soportar sus argumentos, estos autores utilizan una muestra de empresas estadounidenses, analizan su comportamiento en un periodo de once años, y logran encontrar una relación positiva entre la cantidad de información que revelan y la financiación externa que obtienen para invertir en proyectos y crecer.

El estudio de Westman (2011) muestra que en los bancos europeos menos transparentes es común la concentración de la propiedad en manos de la alta gerencia. Esto sugiere que en empresas menos transparentes es más complejo conseguir financiación externa, por lo que se presenta una mayor concentración de la propiedad por parte de internos. Además, esta falta de transparencia puede llevar a la necesidad de contar con un accionista mayoritario que tenga los incentivos y el poder para ejercer control. Lo anterior genera consecuencias que afectan la capacidad de la empresa para conseguir financiación y crecer.

Leuz et al. (2009) analizan los efectos de la falta de transparencia corporativa sobre las decisiones de inversionistas extranjeros respecto a la asignación de recursos a empresas locales. Para llevar a cabo su estudio, los autores colectan información para 4.409 empresas de 29 países diferentes (entre ellos Argentina, Brasil y Chile), y analizan la participación en el capital accionario por parte de inversionistas extranjeros para el año 1997. Leuz y colaboradores encuentran que los inversionistas extranjeros invierten menos en empresas ubicadas en países con baja protección y bajos estándares de revelación, y en empresas con estructuras de propiedad que pueden llevar a problemas de agencia. Estos resultados son particularmente marcados en empresas más opacas.

Los estudios en países emergentes son escasos pero igualmente resaltan las bondades asociadas a mayores niveles de transparencia. Por ejemplo, Patel et al. (2002) analizan la transparencia y revelación de información en 19 países emergentes alrededor del mundo, incluyendo ocho países asiáticos, cinco latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile, México y Perú), y seis de Europa, Oriente Medio y África. Los autores analizan 98 atributos de transparencia relacionados con estructura de propiedad, relaciones con los inversionistas, información financiera, procesos y estructuras de gobierno, y juntas directivas. Los autores descubren los menores niveles de revelación en los países latinoamericanos, alejados sustancialmente de los demás países incluidos en el estudio, y solo similares a los niveles de transparencia observados en Filipinas. Además, Patel y colaboradores encuentran una correlación positiva entre el valor de las empresas (*Q* de Tobin) y la transparencia corporativa, y una correlación negativa entre esta última y la propiedad concentrada por parte de otras compañías e inversionistas estratégicos (propiedad cruzada).

De manera similar, Morey et al. (2009) analizan cambios en los *ratings* mensuales de gobierno corporativo para empresas de 21 países emergentes, y su relación con el valor en el mercado de las empresas. Dentro de estos países están Argentina, Brasil, Chile, México y Venezuela. El periodo de estudio cubre entre noviembre de 2001 y septiembre de 2006. Los resultados muestran que, en general, las mejoras en las prácticas de gobierno corporativo están relacionadas con mayores valores en el mercado para las empresas. El índice de gobierno corporativo utilizado en este estudio incluye preguntas relacionadas con la revelación de información realizada por las empresas.

Para el caso de Taiwán, Chi (2009) analiza el impacto de la revelación de información sobre el valor de las empresas listadas en este país emergente. El análisis se lleva a cabo para 880 empresas y se utiliza información del 2004. La transparencia de las empresas se evalúa analizando 88 criterios relacionados con el cumplimiento de los requerimientos de ley, la oportunidad en el reporte de la información, la calidad de información en los informes anuales, la calidad del pronóstico financiero y la información reportada en las páginas de internet de las empresas. Los resultados demuestran un impacto positivo de la transparencia empresarial sobre el valor de las empresas en el mercado.

Gao y Kling (2012) demuestran que la existencia de auditores externos eleva los niveles de revelación de información en China. Los autores utilizan una muestra de empresas listadas en bolsa y encuentran que, en el periodo 2001-2007, las empresas que contaron con auditores externos tuvieron un mayor nivel de cumplimiento

con los requerimientos impuestos por la regulación relacionados con la revelación de información. Cheung et al. (2010) reportan resultados similares para empresas chinas analizadas en el periodo 2004-2007. Sin embargo, la contribución adicional en este trabajo está en que, al dividir los índices de revelación corporativa en los reportes que se deben realizar por ley y la revelación llevada a cabo de manera voluntaria, se encuentra que el mayor valor de las empresas en el mercado se debe a la revelación voluntaria. Lo anterior resalta la importancia de la adopción de buenas prácticas a nivel empresa, lo que hemos discutido previamente bajo el concepto de convergencia funcional.

Samaha et al. (2012) reportan resultados similares a los discutidos previamente al analizar las prácticas de revelación de información de las empresas listadas en bolsa en Egipto. Los hallazgos de estos autores señalan que empresas con menores niveles de relevación de información se caracterizan por una alta concentración de la propiedad, y por tener a sus gerentes ejerciendo funciones de presidentes de la junta directiva, lo que puede llevar a menor independencia en este órgano de gobierno. Por otra parte, empresas más grandes y con juntas más independientes son menos opacas. Los autores aseguran que la transparencia lleva a menores asimetrías de información, menores costos de agencia, y un mayor nivel de confianza por parte de los inversionistas, lo cual es crítico para países emergentes como el analizado por ellos.

Un antecedente relevante analizando la revelación de información en América Latina y su impacto en el valor de las empresas está en el artículo de Garay et al. (2013). En este artículo, junto con nuestros coautores, analizamos la revelación de información que realizan las empresas de la región en sus páginas de internet para los años 2006, 2008 y 2010. Utilizamos 473 empresas y evaluamos el nivel de revelación y transparencia corporativa a través de las páginas web utilizando un índice de 33 componentes divididos en cinco secciones: reportes periódicos en la página, noticias en internet, formatos de presentación de la información (incluyendo el idioma), contacto directo con el inversionista, y opciones de participación y revelación a través de audio y video. La muestra incluye empresas de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Los hallazgos muestran cómo la revelación de la información es en promedio baja en América Latina para el periodo en estudio. No obstante, encontramos una mejoría importante entre nuestra primera medición, en el año 2006, y la última medición, en el año 2010. El cumplimiento del índice pasó de un 36% a 47% en promedio dentro de las empresas de la muestra. El país con mayor revelación fue Brasil (65% para el 2010), seguido de Colombia (48%), México (47%), Chile (45%),

Argentina (40%) y Perú (30%). Llama la atención México, que presentó una disminución en la revelación corporativa en el periodo en estudio. Los demás países incrementaron sus índices de revelación. Los resultados de los análisis multivariados en general muestran una relación positiva entre los niveles de revelación y el valor de las empresas latinoamericanas. Identificamos una relación positiva entre el cumplimiento del índice que definimos y las medidas de desempeño financiero, tanto contable (retorno sobre activos) como de mercado (Q de Tobin).

11.4.2. Recomendaciones de organismos multilaterales

Debido a la relevancia de las buenas prácticas de gobierno corporativo, y en particular de la transparencia y revelación de información financiera y no financiera por parte de las empresas, varios organismos multilaterales se han pronunciado al respecto y han ofrecido recomendaciones para el sector empresarial. Por ejemplo, la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos) promulgó en 1999 sus principios de gobierno corporativo, de los cuales presentó una versión actualizada en el año 2004 (OCDE, 2004). Esta organización se creó en 1960 para promover políticas destinadas a lograr el mayor crecimiento sostenible posible de la economía y del empleo, aumentar el nivel de vida en los países miembros, mantener la estabilidad financiera, y contribuir a una sana expansión económica tanto en los Estados miembros como en los no miembros en vías de desarrollo económico, entre otros. Su interés en las buenas prácticas empresariales en los países miembros y no miembros resalta la importancia del gobierno corporativo para el logro de sus objetivos.

Las recomendaciones de la OCDE abarcan seis componentes específicos, como son el sistema de gobierno corporativo a nivel país, los derechos de los accionistas, el trato equitativo a los mismos, la participación de los diferentes grupos de interés en el gobierno de las empresas, las responsabilidades de la junta, y la revelación y transparencia empresarial. En relación con el último aspecto, este organismo sugiere la necesidad de una revelación oportuna y precisa de asuntos relacionados con la situación financiera, los resultados económicos, la estructura de propiedad y de gobierno de la empresa.

En relación con la transparencia, las recomendaciones de la OCDE se sintetizan en seis puntos. Primero, sugiere divulgar como mínimo información relacionada

con los objetivos de la sociedad; sus resultados económicos; la estructura de propiedad y la tenencia de derechos a voto; la política de selección y remuneración de los altos directivos y miembros de junta directiva, así como sus perfiles, experiencia y estatus de independencia; operaciones con partes vinculadas; factores de riesgo previsibles; asuntos relevantes para empleados y otros grupos de interés; y las estructuras y políticas de gobierno corporativo, incluyendo el código o política de buen gobierno.

Segundo, señala la necesidad de elaborar y divulgar la información siguiendo los estándares y normas en materia de contabilidad y revelación de información financiera y no financiera. Tercero, resalta la importancia de la auditoría anual a los estados financieros realizada por un auditor independiente, competente y cualificado, para garantizar la confiabilidad de la información allí consignada. Cuarto, señala la relación directa del auditor con los accionistas, a quienes debe rendir cuentas. Quinto, invita a las empresas a garantizar canales de divulgación que aseguren a los usuarios un acceso igualitario, puntual y asequible a la información de interés. Finalmente, sugiere promover la disponibilidad de un asesoramiento por parte de analistas, corredores, agencias de calificación y similares que puedan ser de interés para los inversores a la hora de adoptar decisiones.

Para ambientar estos principios de gobierno corporativo para América Latina, en abril del año 2000 se reunió por primera vez la Mesa Redonda de Gobierno Corporativo Latinoamericana, organizada con la colaboración de la OCDE, el Banco Mundial, la Corporación Financiera Internacional y socios regionales tanto públicos como privados (OCDE, 2004b). En esta mesa participan, entre otros, reguladores, líderes corporativos, representantes de los trabajadores e inversionistas. El trabajo realizado por la mesa redonda, que se publicó en el año 2004 bajo el título "*White Paper*" sobre gobierno corporativo en América Latina, tiene en cuenta las particularidades de la región y realiza recomendaciones específicas en los mismos aspectos abordados por los principios de buen gobierno de la OCDE.

En este documento se encuentran trece recomendaciones específicas relacionadas con la revelación de información y transparencia. Allí se reconoce la importancia de diferentes aspectos como el informe anual y su revelación oportuna y correcta; la convergencia de las normas contables nacionales a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF); los procesos de auditoría adelantados por auditores externos e independientes; la revelación de relaciones comerciales, y potenciales conflictos de intereses con analistas de mercado y calificadoras de riesgo; la revelación de la estructura de propiedad y control de las empresas, así como divergencias en los derechos de los accionistas mayoritarios o controlantes y los

minoritarios; y la revelación de los potenciales conflictos de intereses y transacciones con partes relacionadas. Además, se afirma que todas las compañías listadas en la bolsa de valores deberían presentar un informe actualizado sobre sus estructuras y prácticas de gobierno corporativo al menos con una periodicidad anual.

Otro organismo multilateral que ha contribuido al desarrollo de las buenas prácticas empresariales en los países latinoamericanos es el Banco de Desarrollo de América Latina, antes conocido como la Corporación Andina de Fomento (CAF). Fundado en 1966 por los gobiernos de Colombia, Chile, Venezuela, Ecuador y Perú, hoy en día cuenta con 18 países de la región como accionistas, y busca promover el desarrollo sostenible y la integración regional mediante la movilización de recursos financieros a clientes públicos y privados en los países latinoamericanos. En el año 2005 CAF publica el documento titulado *Lineamientos para un código andino de gobierno corporativo: eficiencia, equidad y transparencia en el manejo empresarial*. Allí se consignan recomendaciones muy similares a las discutidas previamente. CAF (2005) presenta ocho recomendaciones relacionadas con la información financiera y no financiera. Dentro de ellas se resalta nuevamente la importancia del reporte financiero sujeto a las NIIF y del papel auditor, de la revelación de pactos entre accionistas que afecten el ejercicio del derecho de voto en las asambleas, y del informe anual de gobierno corporativo.

En el año 2013 CAF publica el documento *Lineamientos para un código latinoamericano de gobierno corporativo*, ofreciendo una versión actualizada de sus recomendaciones para buenas prácticas de gobierno en la región. Este nuevo documento se diferencia del anterior código por su nivel de detalle y especificidad en cada uno de los aspectos sobre los cuales se emiten recomendaciones. Respecto a transparencia e información financiera y no financiera, se emiten recomendaciones relacionadas con la política de revelación de información, los estados financieros, la información que se comunica a los mercados, la información sobre acuerdos entre accionistas, y el informe anual de gobierno corporativo.

Respecto a la política de revelación de información, CAF (2013) sugiere que las empresas listadas y las entidades financieras emitan una política de revelación de información en la que se identifique como mínimo qué información se debe revelar, cómo se debe revelar, a quién se le debe revelar, y los procedimientos para asegurar su calidad y representatividad. Nuevamente hace énfasis en la necesidad de revelar información financiera siguiendo los estándares internacionales (NIIF), resalta la importancia de las páginas web como herramienta de divulgación de información, y especifica el contenido que debería desarrollar el informe anual de gobierno corporativo.

11.4.3. Recomendaciones de buen gobierno para empresas listadas en Colombia

Las recomendaciones realizadas por organismos multilaterales llevaron a que en Colombia se aunaran esfuerzos para contar con un código de buenas prácticas para las empresas listadas en bolsa. En el año 2007, un comité conformado por distintos actores en el país definió un mínimo de normas que deberían adoptar este tipo de empresas. Las organizaciones que participaron en este comité fueron la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras (Asobancaria), la Asociación de Fiduciarias (Asofiduciarias), la Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones y de Cesantías (Asofondos), la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), Confecámaras, la Federación de Aseguradores Colombianos (Fasecolda) y la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).

El documento resultante de este trabajo se denominó *Código de Mejores Prácticas de Corporativas*, más conocido como Código País. Para su elaboración, el Comité se basó, entre otros documentos, en *Lineamientos para un código andino de gobierno corporativo*, elaborado por la CAF. El código contiene un conjunto de medidas concretas sobre los siguientes aspectos: i. Asamblea general de accionistas; ii. Junta directiva; iii. Revelación de información financiera y no financiera; y iv. Solución de controversias.

Las medidas se dieron a conocer por la SFC (2007), a través del Anexo 2 en la Circular Externa 028 de 2007, bajo el título *Código de Mejores Prácticas Corporativas Colombia*. Respecto a la transparencia corporativa, la resolución menciona que la revelación de información financiera y no financiera es el principal mecanismo de contacto del emisor con sus grupos de interés, y con el mercado en su conjunto. Dicha información tiene por objeto permitir un conocimiento apropiado por parte de tales grupos sobre la marcha y situación del emisor, y disponer de elementos de juicio suficientes para la toma de decisiones de manera informada. En esta primera versión del código, las recomendaciones en esta materia se agruparon en tres aspectos específicos: solicitudes de información, información al mercado y revisor fiscal.

Sobre solicitudes de información, las recomendaciones sugerían el establecimiento de un punto de atención o contacto como canal de comunicación entre la empresa y los accionistas; propender por eliminar asimetrías de información entre

accionistas, de manera que se garantice que todos tengan acceso a la misma información; y facilitar la solicitud de auditorías especializadas por un grupo de accionistas, definiendo un procedimiento específico para este fin.

Respecto a información al mercado, se sugirió a las empresas la revelación voluntaria, además de la reglamentaria, de información de interés para el mercado, de manera que se genere credibilidad y se aumente la transparencia de las empresas. Lo anterior incluye, por ejemplo, las políticas generales aplicables a la remuneración y a cualquier beneficio económico que se conceda a los miembros de la junta directiva, el representante legal, el revisor fiscal, los asesores externos y las auditorías especializadas. Además, se sugirió revelar normas internas sobre resolución de conflictos, así como las hojas de vida de los representantes legales, los miembros de las juntas directivas y de los órganos de control interno.

Sobre la revisoría fiscal, las recomendaciones buscaban garantizar la independencia de la contraparte encargada de esta labor. Por lo tanto, se sugería no designar como revisores fiscales a personas o firmas que hubiesen recibido ingresos de la compañía y/o de sus vinculados económicos que representaran el 25% o más de sus últimos ingresos anuales. Además, se sugería no contratar con el revisor fiscal servicios distintos a los de auditoría, y se recomendaba pactar cláusulas en las que la firma de revisoría se comprometiese a rotar a las personas naturales que al interior adelantan dicha función con por lo menos una periodicidad de cinco años.

El Código País fue actualizado en el año 2014 bajo una iniciativa liderada por la SFC, con el apoyo de CAF, basándose en los lineamientos de gobierno corporativo publicados por este organismo multilateral en el año 2013, y con la participación de actores nacionales relevantes como la ANDI, la Asobancaria, Asofiduciarias, Asofon-
dos, la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y Confecámaras, entre otros.

En esta nueva versión del Código País, es claro que la SFC (2014) adoptó para las empresas listadas en Colombia las recomendaciones realizadas por CAF en el 2013. Se sugiere la aprobación por parte de la junta directiva de una política de revelación de información, y se hacen recomendaciones sobre los estados financieros y las operaciones con partes vinculadas. Además, respecto a mecanismos de revelación de información a los mercados, se hace énfasis en la importancia de la página web de la sociedad, y se recomienda que esté organizada de forma amigable, de manera que resulte sencillo para el usuario acceder a la información asociada o relacionada con el gobierno de la empresa. Finalmente, se da un papel protagónico al informe anual de gobierno corporativo, detallando el contenido que debe ser incluido en el mismo, de forma similar a lo hecho por CAF en sus lineamientos.

11.4.4. Programa IR de la Bolsa de Valores de Colombia

El Programa IR (Investor Relations) representa un antecedente relevante relacionado con las buenas prácticas que propenden por la revelación y transparencia de las empresas en Colombia. De acuerdo con Juan Camilo Granados, Director Comercial de Emisores de la BVC, este programa fue establecido en respuesta al bajo posicionamiento de Colombia como destino de inversión en el ámbito internacional, revelado por una encuesta aplicada por J.P. Morgan en el año 2011 (J.C. Granados, comunicación personal, 5 de marzo de 2015). De acuerdo con J.P. Morgan (2011), en julio de 2011 se llevaron a cabo encuestas telefónicas a 40 inversionistas institucionales de Estados Unidos, Canadá y Europa (Reino Unido, Francia, Suecia, Suiza y Países Bajos) que administraban 1,2 trillones de dólares en acciones, de los cuales 57,2 billones estaban invertidos en empresas latinoamericanas. La encuesta incluía preguntas como ¿en cuáles países latinoamericanos los estándares de relaciones con inversionistas son los más altos y en cuáles son los más bajos? ¿De qué maneras pueden mejorar las relaciones con inversionistas en América Latina? ¿Con qué frecuencia necesita reunirse con la alta dirección de las empresas en las que ha invertido en la región? ¿Cómo podrían las empresas de la región competir por los inversionistas en mercados emergentes? ¿En cuáles países latinoamericanos los estándares de gobierno corporativo son los más altos y en cuáles son los más bajos? ¿De qué maneras se puede mejorar el gobierno corporativo en América Latina?

De acuerdo con J.P. Morgan (2011), los encuestados percibieron a Brasil como el país más diferenciado respecto a sus estándares de relaciones con inversionistas, mientras que señalaron a Colombia, México y Perú como aquellos más rezagados. Para mejorar los niveles de revelación, los inversionistas encuestados no solo solicitaban un mayor nivel de información, sino la disponibilidad de la misma en inglés; incrementar el contacto entre los inversionistas y la alta dirección de las empresas; y manejar proactivamente la relación con los inversionistas. Además, se sugería a los emisores mejorar la protección legal a los inversionistas implementando estructuras de un solo tipo de acciones (evitando la emisión de acciones preferenciales sin derecho a voto), y revelar información sobre la compensación de los ejecutivos y directores, así como su nivel de independencia.

De acuerdo con Juan Camilo Granados, las principales debilidades de las empresas colombianas estaban en una revelación pobre de información financiera y no financiera, y la baja accesibilidad e interacción con la alta dirección. Por lo tanto,

la BVC decidió trabajar en el mejoramiento de las prácticas de revelación y transparencia en el país. Para ello, y como un insumo importante, llevó a cabo entrevistas a inversionistas locales y extranjeros, así como a emisores en Colombia. La BVC buscaba atender cuatro problemas específicos identificados en el estudio de J.P. Morgan: poca interacción con los inversionistas extranjeros, falta de comunicación de resultados periódica al mercado, falta de información completa y detallada, y bajo manejo del idioma inglés.

Así surge el programa IR, con el objetivo de hacer de Colombia un mercado más atractivo para la inversión promoviendo entre los emisores la adopción de mejores prácticas en materia de revelación de información y relación con inversores. En síntesis, se pide a los emisores cuatro acciones: reporte de información financiera con una periodicidad trimestral; el nombramiento de un oficial de relación con los inversionistas dependiendo directamente de un primer o segundo nivel dentro de la empresa; reporte de la misma información en español e inglés; y una reunión trimestral de entrega de resultados o conferencia de resultados, donde el equipo directivo de la empresa (alta gerencia) establezca contacto directo con los inversionistas.

La información que deben revelar las empresas que quieren obtener el Reconocimiento IR es muy detallada e incluye estructura empresarial (filiales y/o subordinadas); texto vigente del código de buen gobierno; código de ética; estatutos sociales; reglamento de funcionamiento de la asamblea general de accionistas y de la junta directiva; copia de la última encuesta Código País diligenciada; resumen de la hoja de vida de los representantes legales principales y miembros de la junta directiva, precisando aquellos que tienen la calidad de miembros independientes; prácticas de responsabilidad social empresarial adoptadas por el emisor; estados financieros consolidados; agenda de eventos corporativos; listado de analistas que desarrollan investigaciones económicas sobre los valores del emisor; información de contacto de la oficina de relación con inversionistas; presentación corporativa detallando principales líneas de negocio o productos; informe de gestión; enlace a la página web de las bolsas extranjeras y/o sistemas de negociación extranjeros donde se encuentren inscritos los valores del emisor; y cuadro de dividendos por acción de los últimos cinco años, incluido el año actual, fecha en que fueron decretados y fecha de pago, entre otros (BVC, 2015).

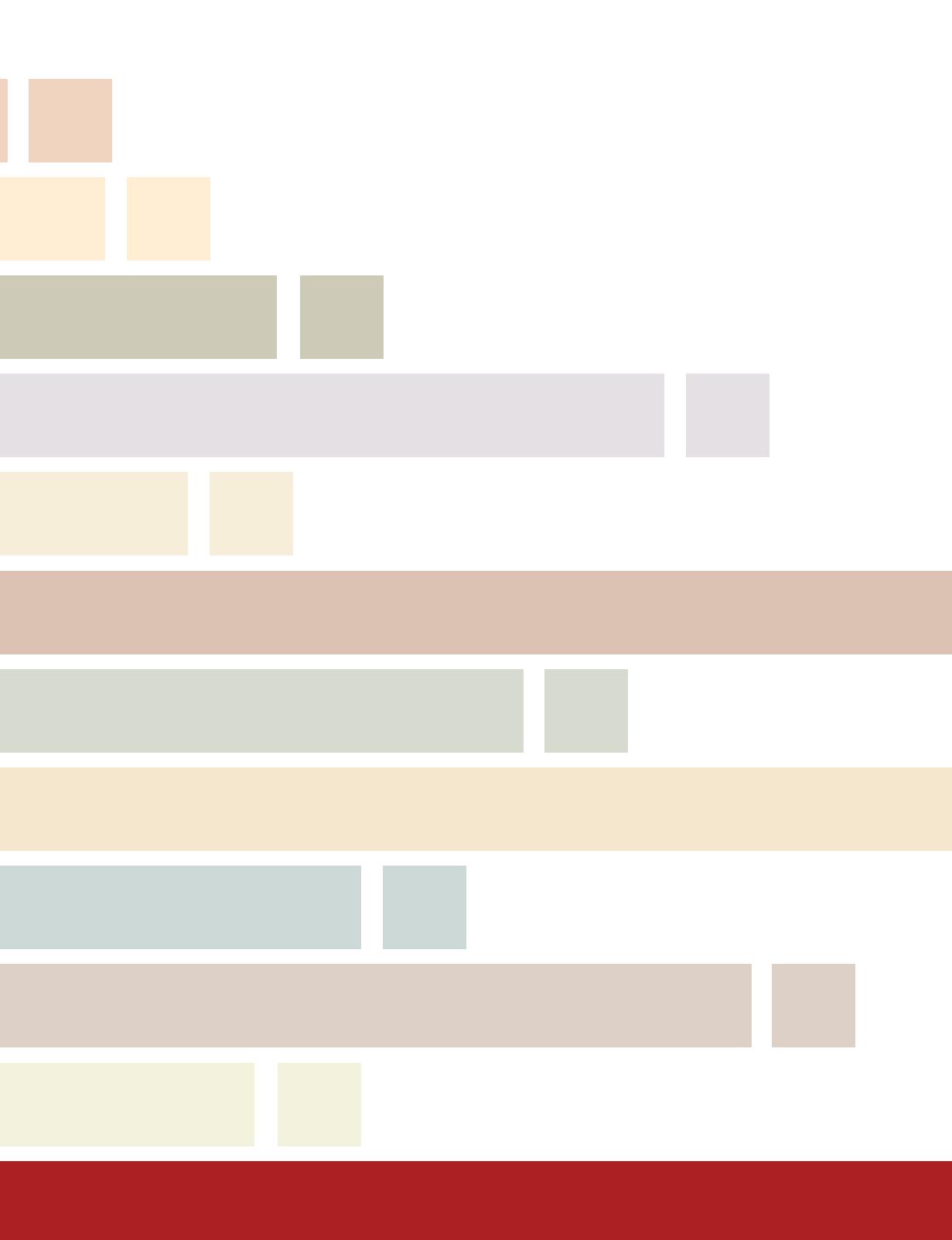
La BVC otorga el Reconocimiento IR de manera anual a las empresas que cumplen con estos estándares de revelación, y lo ha hecho en dos oportunidades: en el año 2013 y en el año 2014. Las 29 empresas que para el año 2014 recibieron el reconocimiento son: Almacenes Éxito, Avianca Holdings, Banco Davivienda, Banco

de Bogotá, Bancolombia, BBVA Colombia, Bolsa de Valores de Colombia, Canacol Energy, Celsia, Cementos Argos, Cemex Latam Holdings, Codensa, Construcciones El Cóndor, Constructora Concreto, Ecopetrol, Emgesa, Empresa de Energía de Bogotá, Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, Empresas Públicas de Medellín, Grupo Argos, Grupo Aval, Grupo de Inversiones Suramericana, Grupo Nutresa, Grupo Odinsa, Interconexión Eléctrica S.A., Isagen, Organización Terpel, Promigas y Titularizadora Colombiana. Del 2013 al 2014, la empresa Pacific Rubiales salió de manera voluntaria en el 2014 e ingresaron Avianca Holdings y Energía de Bogotá.

Buscando medir el desempeño en el mercado de las empresas que participan en el programa y son emisoras de valores de renta variable, la BVC creó el COLIR, un índice que está compuesto por las acciones de las empresas que cuentan con el Reconocimiento IR y que hacen parte del índice COLEQTY (acciones con mejor liquidez según cálculos de la BVC), donde la participación de cada acción dentro del índice es determinada por el flotante de cada una de las especies.

Al analizar el comportamiento de los diferentes índices de renta variable durante el 2014, la BVC obtuvo las siguientes variaciones anuales: COLCAP, menos 6,13% (las empresas más grandes en capitalización bursátil); COLSC, menos 7,43% (las empresas más pequeñas en capitalización bursátil); COLEQTY, menos 0,81% (las empresas de mayor liquidez); y COLIR, 0,07% (las empresas de mayor liquidez y con Reconocimiento IR). Lo anterior sugiere una relación positiva entre revelación de información y valor de las empresas, ya que el 2014 fue un año en el que los activos en mercados emergentes generaron en promedio pérdidas o rentabilidades negativas, al igual que las bolsas de valores. El único índice de renta variable de la BVC que cerró con una variación positiva fue el COLIR.





Referencias



1. Aganin, Alexander y Paolo Volpin, 2005, The History of Corporate Ownership in Italy, en Randall Morck (Ed.), *A history of corporate governance around the world: family business groups to professional managers*, The University of Chicago Press, Chicago.
2. Akerlof, George, 1970, The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics* 84(3):488–500.
3. Almazan, Andres, Sanjay Baberji y Adolfo De Motta, 2008, Attracting attention: Cheap managerial talk and costly market monitoring, *Journal of Finance* 63:1399–1436.
4. Amoako-Adu, Ben, y Brian Smith, 2001, Dual class firms: Capitalization, ownership structure and recapitalization back into single class, *Journal of Banking & Finance* 25(6):1083–1111.
5. Anderson, Ronald, Augustine Duru y David Reeb, 2009, Founders, heirs, and corporate opacity in the United States, *Journal of Financial Economics* 92(2):205–222.
6. Association of Certified Fraud Examiners – ACFE, 2014, *Report to the Nations on Occupational Fraud and Abuse*, ACFE Global Headquarters, Austin.
7. Barclay, Michael, y Clifford Holderness, 1989, Private benefits from control of public corporations, *Journal of Financial Economics* 25(2):371–395.
8. Becht, Marco y Bradford DeLong, 2005, Why has there been so little block holding in America?, en Randall Morck (Ed.), *A history of corporate governance around the world: family business groups to professional managers*, The University of Chicago Press, Chicago.
9. Berle, Adolf, y Gardnier Means, 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: The Macmillan Company, Reprint, 1991, Transaction Publishers, New Brunswick, N. J.
10. Bhat, Gauri, Ole-Kristian Hope y Tony Kang, 2006, Does corporate governance transparency affect the accuracy of analyst forecasts?, *Accounting and Finance* 46(5):715–732.
11. Block, Joern, 2012, R&D investments in family and founder firms: An agency perspective, *Journal of Business Venturing* 27(2):248–265.
12. BVC, 2015, *Circular Única BVC*, actualizada el 6 de enero de 2015, Bolsa de Valores de Colombia, Bogotá.
13. CAF, 2005, *Lineamientos para un código andino de gobierno corporativo: eficiencia, equidad y transparencia en el manejo empresarial*, Banco de Desarrollo de América Latina - CAF.
14. CAF, 2006, *Manual de Gobierno Corporativo para Empresas de Capital Cerrado*, Banco de Desarrollo de América Latina - CAF.
15. CAF, 2013, *Lineamientos para un código latinoamericano de gobierno corporativo*, Banco de Desarrollo de América Latina - CAF.
16. Cheung, Yan-Leung, Ping Jiang y Weiqiang Tan, 2010, A transparency disclosure index measuring disclosures: Chinese listed companies, *Journal of Accounting and Public Policy* 29(3):259–280.

17. Chi, Li-Chiu, 2009, Do transparency and disclosure predict firm performance? Evidence from the Taiwan market, *Expert Systems with Applications* 36(8):11198–11203.
18. Chong, Alberto y Florencio López-de-Silanes, 2007, Corporate Governance in Latin American Firms, in Alberto Chong and Florencio López-de-Silanes editors, *Investor Protection in Latin America*, Stanford University Press – The World Bank.
19. Coffee, John, 1999, The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications, *Northwestern University Law Review* 93(3):641–708.
20. De la Torre, Augusto y Sergio L. Schmukler, 2008, *Mercados de capitales emergentes y globalización: La experiencia de América Latina*, Publicación conjunta del Banco Mundial y Mayol ediciones.
21. CEPAL, 2009, *Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina*, Georgina Núñez, Andrés Oneto y Germano M. de Paula (coordinadores), Santiago, Chile, Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC)/Mayol.
22. Denis, Diane y John McConnell, 2003, International Corporate Governance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38(1):1–36.
23. Djankov, Simeon, Rafael La Porta, Florencio López-de-Silanes y Andrei Shleifer, 2008, The law and economics of self-dealing, *Journal of financial economics* 88(3): 430–465.
24. Durnev, Artyom, Randall Morck y Bernard Yeung, 2004, Value Enhancing Capital Budgeting and Firm-Specific Stock Returns Variation, *Journal of Finance* 59(1):65–106.
25. Easterbrook, Frank, 1984, Two Agency-cost Explanation of Dividends, *American Economic Review* 74(4):680–689.
26. Eisfeldt, Andrea y Adriano Rampini, 2008, Managerial incentives, capital reallocation, and the business cycle, *Journal of Financial Economics* 87:177–199.
27. Faccio, Mara, Larry Lang y Leslie Young, 2001, Dividends and expropriation, *American Economic Review* 91(2):54–78.
28. Fama, Eugene, 1980, Agency Problems and the Theory of the Firm, *The Journal of Political Economy* 88(2):288–307.
29. Fama, Eugene y Michael Jensen, 1983, Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* 26(2):301–325.
30. Gao, Lei y Gerhard Kling, 2012, The impact of corporate governance and external audit on compliance to mandatory disclosure requirements in China, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 21(1):17–31.
31. Garay, Urbi, Maximiliano González, Alexander Guzmán, y María Andrea Trujillo, 2013, Internet-based corporate disclosure and market value: Evidence from Latin America, *Emerging Markets Review* 17(1):150–168.
32. Geerings, Jorn, Laury Bollen, y Harold Hassink, 2003, Investor relations on the Internet: a survey of the Euronext zone, *European Accounting Review* 12(3):567–579.
33. Grossman, Sanford y Oliver Hart, 1980, Takeover Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation, *Bell Journal of Economics* 11(1):42–64.

34. Grossman, Sanford y Oliver Hart, 1982, Corporate financial structure and managerial incentives, in J. J. McCall (Ed.): *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, Chicago, 123-155.
35. Grzybkowski, Michal y Dariusz Wójcik, 2006, *Internet and corporate governance*, documento de trabajo, Social Science Research Network, disponible en SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=914520.
36. Guzmán, Alexander, y María Andrea Trujillo, 2012, *Hacia la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo en sociedades cerradas*, Editorial CESA: Bogotá.
37. Guzmán, Alexander, Francisco Prada y María Andrea Trujillo, 2015, *Juntas Directivas en el desarrollo del Gobierno Corporativo*, Editorial CESA: Bogotá, en proceso de publicación.
38. Haubrich, Joseph, 1994, Risk Aversion, Performance Pay, and the Principal-Agent Problem, *The Journal of Political Economy* 102(2):258–276.
39. Healy, Paul y Krishna Palepu, 1993, The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices, *Accounting Horizons* 7(1):1–11.
40. Healy, Paul y Krishna Palepu, 2001, Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature, *Journal of Accounting and Economics* 31(1–3):405–440.
41. Ho, Simon y Kar Shun Wong, 2001, A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 10(2):139–156.
42. Huizinga, Harry, Luc Laeven y Gaetan Nicodeme, 2008, Capital structure and international debt shifting, *Journal of Financial Economics* 88, 80–118.
43. Jensen, Michael, 1986, Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review* 76(2):323–329.
44. Jensen, Michael y William Meckling, 1976, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3(4):305–360.
45. Jensen, Michael y Kevin Murphy, 1990, Performance Pay and Top–Management Incentives Performance Pay and Top–Management Incentives, *The Journal of Political Economy* 98(2):225–264.
46. Johnson, Simon; Rafael La Porta, Florencio López-de-Silanes y Andrei Shleifer, 2000, Tunneling, *The American Economic Review* 90(2):22–27.
47. J.P. Morgan, 2011, *North American and European Investor Opinions of Latin American Companies*, Depository Receipts Group, J.P. Morgan, New York.
48. Khurana, Inder, Raynolde Pereira y Xiumin Martin, 2006, Firm Growth and Disclosure: An Empirical Analysis, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41(2):357–380.
49. La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes y Andrei Shleifer, 1999, Corporate Ownership Around the World, *The Journal of Finance* 54(2):471–517.
50. La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes y Andrei Shleifer, 2006, What works in securities laws?, *The Journal of Finance* 61(1):1–32.

51. La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, y Andrei Shleifer, 2008, The Economic Consequences of Legal Origins, *Journal of Economic Literature* 46(2):285–332.
52. La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny, 1997, Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance* 52(3):1131–1150.
53. La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny, 1998, Law and Finance, *The Journal of Political Economy* 106(6):1113–1155.
54. La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny, 2000, Agency Problems and Dividend Policies around the World, *Journal of Finance* 55(1):1–33.
55. La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny, 2002, Investor Protection and Corporate Valuation, *The Journal of Finance* 57(3):1147–1170.
56. Lambrecht, Bart y Stewart Myers, 2008, Debt and managerial rents in a real-option model of the firm, *Journal of Financial Economics* 89(2):209–231.
57. Leuz, Christian, Karl Lins y Francis Warnock, 2009, Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms?, *The Review of Financial Studies* 22(8):3245–3285.
58. López-de-Silanes, Florencio, 2009, Gobierno corporativo y mercados financieros en la OCDE y América Latina: lecciones para los cambios regulatorios después de la crisis financiera, en *Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina*, Georgina Núñez, Andrés Oneto y Germano M. de Paula (coords.), Santiago, Chile, Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC)/Mayol.
59. Maury, Benjamin y Anete Pajuste, 2011, Private Benefits of Control and Dual-Class Share Unifications, *Managerial and Decision Economics* 32(6):355–369.
60. Mendes De Paula, Germano, 2009, Gobernanza corporativa, políticas públicas, mercado de capitales e inversiones extranjeras, en *Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina*, Georgina Núñez, Andrés Oneto y Germano M. de Paula (coords.), Santiago, Chile, Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC)/Mayol.
61. Morck, Randall; Andrei Shleifer y Robert Vishny, 1988, Management ownership and market valuation: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics* 20:293–315.
62. Morck, Randall, Daniel Wolfenzon, y Bernard Yeung, 2005, Corporate governance, economic entrenchment and growth, *Journal of Economic Literature* 43:655–720.
63. Morey, Matthew, Aron Gottesman, Edward Baker y Ben Godridge, 2009, Does better corporate governance result in higher valuations in emerging markets? Another examination using a new data set, *Journal of Banking & Finance* 33(2):254–262.
64. Murphy, Kevin, 1985, Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis, *Journal of Accounting and Economics* 7:11–42.
65. Myers, Stewart, 1977, The Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics* 5:147–176.
66. OCDE, 2004a, *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*, Traducido de la versión original en inglés publicada con el título: OECD Principles of Corporate Governance 2004 Edition, OECD, Paris.

67. OCDE, 2004b, "White paper" sobre gobierno corporativo en América Latina, OCDE, París.
68. Patel, Sandeep, Amra Balic y Liliane Bwakira, 2002, Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets, *Emerging Markets Review* 3(4):325–337.
69. Rozeff, Michael, 1982, Growth, Beta and agency cost as determinants of dividend payout ratios, *The Journal of Financial Research* 5(3):249–259.
70. Pajuste, Anete, 2005, *Determinants and consequences of the unification of dual-class shares*. European Central Bank Working Paper Series 465.
71. Samaha, Khaled, Khaled Dahawy, Khaled Hussainey, y Pamela Stapleton, 2012, The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt, *Advances in Accounting* 28(1): 168-178.
72. Schulze, William, Michael Lubatkin, Richard Dino y Ann Buchholtz, 2001, Agency relationships in family firms: theory and evidence, *Organization Science* 12(2):99–116.
73. Schulze, William, Michael Lubatkin y Richard Dino, 2003, Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms, *Academy of Management Journal* 46(2):179–194.
74. SFC, 2007, *Código de Mejores Prácticas Corporativas Colombia*, Anexo 2 en la Circular Externa 028 de 2007. Superfinanciera, Bogotá.
75. SFC, 2014, *Código de Mejores Prácticas Corporativas Colombia – Código País*, Anexo 1 en la Circular Externa 028 de 2014. Superfinanciera, Bogotá.
76. Shleifer, Andrei y Robert Vishny, 1997, A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance* 52(2):737–783.
77. Smith, Adam, 1776, *The wealth of nations*, Reimpreso en 1937, New York: Cannan Edition, Modern Library.
78. Spence, Michael, 1973, Job Market Signaling, *The Quarterly Journal of Economics* 87(3):355–374.
79. Spence, Michael, 1974, *Market Signaling: Informational Transfer in Hiring and Related Screening Processes* (First edition, 221 pages), Harvard University Press, Cambridge, MA.
80. Superintendencia de Sociedades, Confecámaras, y Cámara de Comercio de Bogotá, 2009, *Guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia*, SSOC, Confecámaras y CCB, Bogotá, Colombia.
81. Tirole, Jean, 2001, Corporate governance, *Econometrica* 69(1):1–35.
82. Trujillo María Andrea y Alexander Guzmán, compiladores, 2014, *Investigación sobre gobierno corporativo en Colombia*, Editorial CESA con el apoyo de Confecámaras y SECO, Bogotá.
83. Stulz, René, 1988, Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics*, 20:25–54.
84. Villalonga, Belén, Raphael Amit, María Andrea Trujillo y Alexander Guzmán, 2015, Governance of Family Firms, *Annual Review of Financial Economics* 7(1):en proceso de impresión.
85. Westman, Hanna, 2011, The impact of management and board ownership on profitability in banks with different strategies, *Journal of Banking & Finance* 35(12):3300–3318.

Anexo: Listado de empresas por país

Argentina

ACINDAR INDUSTRIA ARGENTINA S.A.

AGROMETAL S.A.

ALPARGATAS S.A.I.C.

ALTO PALERMO S.A.

ALUAR ALUMINIO ARGENTINO S.A.

ÁNGEL ESTRADA Y CIA. S.A.

AUTOPISTAS DEL SOL S.A.

BANCO CREDICORP

BANCO HIPOTECARIO S.A.

BANCO MACRO S.A.

BANCO SANTANDER RÍO S.A.

BBVA BANCO FRANCÉS S.A.

CAMUZZI GAS PAMPAENA S.A.

CAPUTO S.A.

CARBOCLOR S.A.

CELULOSA ARGENTINA S.A.

CRESUD S.A.

EDENOR S.A.

ENDESA COSTANERA S.A.

FERRUM S.A. DE CERÁMICA Y METAL

GAS NATURAL BAN S.A.

GRUPO FINANCIERO GALICIA S.A.

IMPORT Y EXPORT PATAGONIA S.A.

INSTITUTO ROSENBUSCH S.A.

IRSA INVERSIONES Y REPRESENTACIONES S.A.

MERCADO DE VALORES DE BUENOS AIRES

METROGAS S.A.

METROVÍAS S.A.

MIRGOR S.A.

MOLINOS RÍO DE LA PLATA S.A.

NORTEL INVERSORA S.A.

PAMPA ENERGÍA S.A.

PERTRAK S.A.

PETROBRAS ARGENTINA S.A.

PETROLERA DEL CONOSUR S.A.

QUICKFOOD S.A.

SIDERAR S.A.

SOCIEDAD COMERCIAL DEL PLATA S.A.

SOLVAY INDUPA S.A.

TELECOM ARGENTINA S.A.

TELEFÓNICA S.A.

TENARIS S.A.

TRANSENER S.A.

TRANSPORTADORA DE GAS DEL SUR S.A.

TRANSPORTADORA GAS DEL NORTE

YPF S.A.

Brasil

ALFA HOLDINGS S.A.

ALPARGATAS

AMPLA ENERGIA E SERVIÇOS S.A.

ARCELOR MITTAL S.A.

BAHEMA S.A.

BANCO DA AMAZONÍA S.A.

BANESTES S.A. BCO EST ESPIRITO SANTO

BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECÁNICAS

BAUMER S.A.

BRASIL FOOD S.A.

CIA CATAGUASES S.A.

CIA DE GÁS DE SÃO PAULO COMGAS

CIA PARNAENSE DE ENERGIA

CIA SIDERÚRGICA NACIONAL S.A.

COMPANHIA TECIDOS SANTANENSE	LUPATECH S.A.
CONSTRUTORA LIX DA CUNHA-PRF	MAGNESITA REFRATARIOS S.A.
CONSTRUTORA SULTEPA S.A.	MANUFACTURA BRINQUEDOS ESTRELA S.A.
CPFL ENERGIA S.A.	MARCOPOLLO S.A.
DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS	MARISOL S.A.
DTCOM DIRECT TO COMPANY S.A.	MERCANTIL BRASIL FINANC S.A. C.F.I.
DURATEX S.A.	METALGRÁFICA IGUAÇU S.A.
EDP ENERGIAS DO BRASIL S.A.	METALURGICA GERDAU S.A.
ELETROPAULO METROPOLI S.A.	MONTEIRO ARANHA S.A.
EMBRATEL PARTICIPAÇÕES S.A.	MUNDIAL S.A. PRODUCTOS DE CONSUMO
ENERGISA SERGIPE - DISTRIBUIDORES	NATURA COSMÉTICOS S.A.
ETENIT S.A.	NET SERVICOS DE COMUNICACIÓN
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	OSX BRASIL S.A.
FIBRIA CELULOSE S.A.	PANATLÂNTICA S.A.
FORJAS TAURUS S.A.	PARANAPANEMA S.A.
FRAS-LE S.A.	PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS
GAFISA S.A.	PLASCAR PARTICIPAÇÕES S.A.
GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.	PORTO SEGURO S.A.
GRAZZIOTIN S.A.	PORTOBELLO S.A.
GRENDENE S.A.	RAIA DROGASIL S.A.
GUARARAPES CONFECÇÕES S.A.	RANDON PARTICIPAÇÕES S.A.
IDEIASNET S.A.	REDE ENERGIA S.A.
INDUSTRIAS JB DUARTE S.A.	ROSSI RESIDENCIAL S.A.
INDUSTRIAS ROMI S.A.	SANSUY S.A. INDUSTRIA
IOCHPE - MAXION S.A.	SÃO CARLOS EMPREENDIMENTOS
ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.	SARAIVA S.A. LIVREIROS-PREF
ITAUSA - INVESTIMENTOS ITAU S.A.	SERGEN - SERVICOS GERAIS-PREF
ITAUTEC S.A.	SOUZA CRUZ S.A.
JOÃO FORTES ENGENHARIA S.A.	SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S.A.
KEPLER WEBER S.A.	SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.
LOCALIZA RENT A CAR	TEC TOY S.A.
LOJAS HERING S.A.	TECNOSOLO ENGENHARIA S.A.
LOJAS RENNER S.A.	TEKA-TECELAGEM KUEHNRICH

Chile

TELECOMUNIC BRASILEIRAS S.A.	CENCOSUD S.A.
TOTVS S.A.	CHILECTRA S.A.
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	CIA AGROPECUARIA COPEVAL
TREVISA INVESTIMENTOS S.A.	CIA CHILENA DE FÓSFOROS S.A.
TUPY S.A.	CINTAC S.A.
UNIPAR PARTICIPAÇÕES S.A.	CLÍNICA LAS CONDES S.A.
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	CLUB HÍPICO DE SANTIAGO S.A.
VALE FERTILIZANTES S.A.	COCA-COLA EMBONOR S.A.
WEG S.A.	COLBUN S.A.
	COMPAÑÍA CERVECERÍAS UNIDAS S.A.
	COMPAÑÍA CHILENA NAVEGACIÓN INTEROCEÁNICA
	COMPAÑÍA DE TELÉFONOS DE COY
	COMPAÑÍA ELÉCTRICA DEL LITORAL S.A.
	COMPAÑÍA INDUSTRIAL EL VOLCÁN
A.F.P. HABITAT S.A.	COMPAÑÍA SUDAMERICANA DE VAPORES
A.F.P. PROVIDA S.A.	COMPAÑÍA TELEFÓNICA DEL SUR S.A.
ADMINISTRADORA DE PENSIONES CAPITAL S.A.	CONTENEDORES REDES Y ENVASES S.A. (CORESA S.A.)
AES GENER S.A.	CORBANCA
AGENCIAS UNIVERSALES S.A.	CRISTALERÍAS DE CHILE S.A.
AGRÍCOLA NACIONAL S.A.	CTI COMPAÑÍA TECNO INDL S.A.
AGUAS ANDINAS S.A.	DETROIT CHILE S.A.
ALMENDRAL S.A.	DUNCAN FOX S.A.
ANDACOR S.A.	EDELNOR S.A.
ANTARCHILE S.A.	EMBOTELLADORA ANDINA S.A.
AZUL AZUL S.A.	EMPRESA ELÉCTRICA ANTOFAGASTA S.A.
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA S.A.	EMPRESA ELÉCTRICA ATACAMA S.A.
BANMÉDICA S.A.	EMPRESA ELÉCTRICA DE ARICA S.A.
BESALCO S.A.	EMPRESA ELÉCTRICA DE IQUIQUE
BICECORP S.A.	EMPRESA ELÉCTRICA MAGALLANES S.A.
BLUMAR S.A.	EMPRESA ELÉCTRICA PEHUENCHE S.A.
CAP S.A.	EMPRESA ELÉCTRICA PILMAIKUÉN S.A.
CEM S.A.	EMPRESA NACIONAL DE ELECTRICIDAD S.A.
CEMENTO POLPAICO S.A.	
CEMENTOS BIO BIO S.A.	

EMPRESA NACIONAL DE TELECOMUNICACIONES S.A.	INVERSIONES TRICAUCHE S.A.
EMPRESA PESQUERA EPERVA S.A.	INVERSIONES UNESPA S.A.
EMPRESAS CABO DE HORNOS S.A.	INVERSIONES UNIÓN ESPAÑOLA
EMPRESAS CMPC S.A.	IPAL S.A.
EMPRESAS COPEC S.A.	LABORATORIOS ANDRÓMACO S.A.
EMPRESAS EMEL S.A.	LAN AIRLINES S.A.
EMPRESAS IANSA S.A.	MARBELLA COUNTRY CLUB S.A.
EMPRESAS LA POLAR S.A.	MARÍTIMA DE INVERSIONES S.A.
ENAEX S.A.	METRO REGIONAL VALAPARAÍSO S.A.
ENVASES DEL PACÍFICO S.A.	METROGAS S.A.
ESSBIO S.A.	MINERA VALPARAÍSO S.A.
FARMACIA AHUMADA S.A.	MOLIBDENOS Y METALES S.A.
FERROCARRIL DEL PACÍFICO S.A.	NAVARINO S.A.
FONDO DE PENSIONES CUPRUM S.A.	NORTE GRANDE S.A.
FORESTAL, CONSTRUCTURA Y COMERCIAL DEL PACÍFICO S.A. (PASUR)	PARQUE ARAUCO S.A.
FRUTICOLA VICINTO S.A.	PESQUERA IQUIQUE-GUANAYE S.A.
GASCO S.A.	PORTUARIA CABO FROWARD S.A.
GENERAL ELECTRIC DE CHILE S.A.	PUERTO DE LIRQUÉN S.A.
GMAC COMERCIAL AUTOMOTRIZ CHILE S.A.	PUERTO VENTANAS S.A.
GRUPO EMPRESAS NAVIERAS S.A.	QUEMCHI S.A.
GRUPO SECURITY S.A.	QUIÑENCO S.A.
INDIVER S.A.	REBRISA S.A.
INDUSTRIAS DE ALUMINIO S.A.	RIPLEY CORPORACIÓN S.A.
INFODEMA S.A.	SALFACORP S.A.
INSTITUTO DE DIAGNÓSTICO-B	SANTANA S.A.
INTASA S.A.	SANTANDER CHILE HOLDING S.A.
INVERCAP S.A.	SCHWAGER ENERGY S.A.
INVERNOVA S.A.	SIGDO KOPPERS S.A.
INVERSIONES AGUAS METROPOLITANAS	SINTEX S.A.
INVERSIONES COVADONGA S.A.	SIPSA S.A.
INVERSIONES QUILICURA S.A.	SOCD AGRÍCOLA ROSA FRUCO S.A.
INVERSIONES SIEMEL S.A.	SOCD PUNTA DEL COBRE S.A.
	SOCIEDAD ANÓNIMA COMERCIAL E INDUSTRIAL

FALABELLA	CELSIA S.A. E.S.P.
SOCIEDAD ANÓNIMA VIÑA SANTA RITA	CEMENTOS ARGOS S.A.
SOCIEDAD DE INVERSIONES CAMPOS CHILENOS S.A.	CEMEX LATAM HOLDINGS S.A
SOCIEDAD DE INVERSIONES ORO BLANCO S.A.	COLTEJER
SOCIEDAD HIPÓDROMO CHILE S.A.	CONCRETO S.A.
SOCIEDAD PESQUERA COLOSO S.A.	CONSTRUCCIONES EL CÓNDOR S.A.
SOPROCAL CALERÍAS E INDUSTRIAS S.A.	COOMEVA ENTIDAD PROMOTORA DE SALUD S.A.
SOQUIMICH COMERCIAL S.A.	CORPORACIÓN FINANCIERA COLOMBIANA CORFI-COLOMBIANA
TELEFÓNICA CHILE S.A.	ECOPETROL S.A.
UNIÓN INMOBILIARIA S.A.	EDATEL S.A. E.S.P.
VALAPARAÍSO SPORTING CLUB S.A.	EMPRESA DE ENERGÍA DE BOGOTÁ S.A. E.S.P.
VIÑA CONCHA Y TORO S.A.	EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DE BOGOTÁ S.A. E.S.P.
VIÑA SAN PEDRO S.A.	ENKA DE COLOMBIA S.A.
VIÑEDOS EMILIANA S.A.	FABRICATO S.A
WATT'S S.A.	FOGANSA S.A.
ZONA FRANCA IQUIQUE S.A. (ZOFRI S.A.)	GRUPO ARGOS S.A.
	GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S.A.
	GRUPO NUTRESA S.A.
	GRUPO ODINSA S.A.
	GRUPO SURA
	INDUSTRIAS ESTRA S.A.
	INTERCONEXIÓN ELÉCTRICA
	ISAGEN S.A. E.S.P.
	MINEROS S.A.
	ORGANIZACIÓN TERPEL S.A.
	PACIFIC RUBIALES ENERGY CORP
	PROMIGAS S.A. E.S.P.
	VALOREM S.A.
	VALORES SIMESA S.A.

Colombia

ACERÍAS PAZ DEL RÍO S.A.	
ALIMENTOS DERIVADOS DE LA CAÑA S.A.	
ALMACENES ÉXITO S.A.	
AVIANCA HOLDINGS S.A.	
BANCO AGRARIO DE COLOMBIA	
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA COLOMBIA S.A. BBVA COLOMBIA	
BANCO DAVIVIENDA S.A.	
BANCO DE BOGOTÁ S.A.	
BANCOLOMBIA S.A.	
BMC BOLSA MERCANTIL DE COLOMBIA S.A	
BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A.	
CARVAJAL EMPAQUES S.A.	

México

ACCEL S.A.B. DE C.V.	FARMACIAS BENAVIDES S.A.B. DE C.V.
ALFA S.A.B. DE C.V.	FINANCIERA INDEPENDENCIA S.A.B. DE C.V.
ALSEA S.A.B. DE C.V.	FOMENTO ECONÓMICO MEXICANO S.A.B. DE C.V.
ALTOS HORNS DE MÉXICO S.A. DE C.V.	FOMENTO ECONÓMICO MEXICANO S.A.B. DE C.V.
AMERICA MÓVIL S.A.B. DE C.V.	FRESNILLO PLC
ARCA CONTINENTAL S.A.B. DE C.V.	G COLLADO S.A.B. DE C.V.
AXTEL S.A.B. DE C.V.	GENERAL DE SEGUROS S.A.B.
BOLSA MEXICANA DE VALORES	GENTERA S.A.B. DE C.V.
CEMEX S.A.B. DE C.V.	GRUMA S.A.B. DE C.V.
CITI GROUP ING	GRUPE S.A.B. DE C.V.
CMR S.A.B. DE C.V.	GRUPO AEROMÉXICO S.A.B. DE C.V.
CMR S.A.B. DE C.V.	GRUPO AEROPORTUARIO DEL SURESTE S.A.B. DE C.V.
COMPAÑÍA MINERA AUTLÁN S.A.B. DE C. V.	GRUPO AEROPUERTUARIO DEL PACÍFICO S.A.B. DE C.V.
CONSORCIO ARA S.A.B. DE C.V.	GRUPO BAFAR S.A.B. DE C.V.
CONSORCIO ARISTOS S.A.B. DE C.V.	GRUPO BIMBO S.A.B. DE C.V.
CONSORCIO HOGAR S.A.B. DE C.V.	GRUPO CARSO S.A.B. DE C.V.
CONTROLADORA COMERCIAL MEXICANA S.A.B. DE C.V.	GRUPO CEMENTOS DE CHIHUAHUA S.A.B. DE C.V.
CONVERTIDORA INDUSTRIAL S.A.B. DE C.V.	GRUPO COMERCIAL CHEDRAUI S.A.B. DE C.V.
CORPORACIÓN ACTINVER S.A.B. DE C.V.	GRUPO ELEKTRA S.A.B. DE C.V.
CORPORACIÓN INTERAMERICANA DE ENTRETENIMIENTO S.A.B. DE C.V.	GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. DE C.V.
CORPORACIÓN MOCTEZUMA S.A.B. DE C.V.	GRUPO FINANCIERO INBURSA S.A.B. DE C.V.
CORPORATIVO FRAGUA S.A.B. DE C.V.	GRUPO FINANCIERO INTERACCIONES S.A. DE C.V.
CORPORATIVO GRUPO BURSATIL MEXICANO S.A.B. DE C.V.	GRUPO GIGANTE S.A.B. DE C.V.
CRÉDITO REAL S.A.B. DE C.V.	GRUPO HERDEZ S.A.B. DE C.V.
CYDSA S.A.B. DE C.V.	GRUPO INDUSTRIAL SALTILLO S.A.B. DE C.V.
DINE S.A.B. DE C.V.	GRUPO LAMOSA S.A.B. DE C.V.
EL PUERTO DE LIVERPOOL S.A.B. DE C.V.	GRUPO MEXICANO DE DESARROLLO S.A.B.
EMPRESA ICA S.A.	GRUPO MÉXICO S.A.B. DE C.V.
EMPRESAS CABLEVISIÓN S.A. DE C.V.	GRUPO MINSA S.A.B. DE C.V.
	GRUPO MODELO S.A.B. DE C.V.
	GRUPO PALACIO DE HIERRO S.A.B. DE C.V.
	GRUPO POSADAS S.A.B. DE C.V.

GRUPO PROFUTURO S.A.B. DE C.V.	BANCO DE CRÉDITO DEL PERÚ
GRUPO RADIO CENTRO S.A.B. DE C.V.	BANCO FINANCIERO DEL PERÚ
GRUPO TMM S.A.	BANCO INTERNACIONAL DEL PERÚ S.A.A. - INTER-BANK
GRUPO VASCONIA S.A.B.	BBVA BANCO CONTINENTAL
HILASAL MEXICANA S.A.B. DE C.V.	CARTAVIO S.A.A.
IMPULSORA DEL DESARROLLO Y EL EMPLEO EN AMÉRICA LATINA S.A.B. DE C.V.	CASA GRANDE S.A.A.
INDUSTRIAS BACHOCO S.A.B. DE C.V.	CASTROVIRREYNA COMPAÑÍA MINERA S.A.
INDUSTRIAS CH S.A.B. DE C.V.	CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.
INDUSTRIAS PEÑOLES S.A.B. DE C.V.	CIA DE MINAS BUENAVVENTURA S.A.A.
INTERNACIONAL DE CERÁMICA S.A.B. DE C.V.	COMPAÑÍA GOODYEAR DEL PERÚ S.A.
IXE GRUPO FINANCIERO S.A. (BANORTE)	COMPAÑÍA MINERA ATACOCHA S.A.A.
KIMBERLY-CLARK DE MÉXICO S.A.B. DE C.V.	COMPAÑÍA MINERA MILPO S.A.A.
MAXCOM TELECOMUNICACIONES S.A.B. DE C.V.	COMPAÑÍA MINERA SAN IGNACIO DE MOROCOCHA S.A.A.
MÉDICA SUR S.A.B. DE C.V.	COMPAÑÍA MINERA SANTA LUISA S.A.
ORGANIZACIÓN SORIANA S.A.B. DE C.V.	COMPAÑÍA UNIVERSAL TEXTIL S.A.
PROMOTORA AMBIENTAL S.A.B. DE C.V.	CORPORACIÓN ACEROS AREQUIPA S.A.
PROMOTORA Y OPERADORA DE INFRAESTRUCTURA S.A.B DE C.V.	CORPORACIÓN CERÁMICA S.A.
SAN LUIS CORPORACIÓN S.A.B. DE C.V.	CORPORACIÓN CERVESUR S.A.
SARE HOLDING S.A.B. DE C.V.	CORPORACIÓN LINDLEY S.A.
TELÉFONOS DE MÉXICO S.A. (TELMEX)	CREDICORP LTD
TV AZTECA S.A.B. DE C.V.	EDEGEL S.A.A.
VITRO S.A.B.	EDELNOR S.A.A.
	EMPRESA DE GENERACIÓN ELÉCTRICA SAN GABÁN S.A.
	EMPRESA EDITORA EL COMERCIO S.A.
	ENERSUR S.A.
AGRO INDUSTRIAL PARAMONGA S.A.A.	EXSA S.A.
AGROINDUSTRIAL LAREDO S.A.A.	FÁBRICA NACIONAL DE ACUMULADORES ETNA S.A.
AGROINDUSTRIAS SAN JACINTO S.A.A.	FÁBRICA PERUANA ETERNIT S.A.
ALICORP S.A.A.	FILAMENTOS INDUSTRIALES S.A.
AUSTRAL GROUP S.A.	GRANA Y MONTERO S.A.
	INDECO S.A.

Perú

AGRO INDUSTRIAL PARAMONGA S.A.A.
 AGROINDUSTRIAL LAREDO S.A.A.
 AGROINDUSTRIAS SAN JACINTO S.A.A.
 ALICORP S.A.A.
 AUSTRAL GROUP S.A.

INDUSTRIA ELECTRO QUÍMICA S.A.
INDUSTRIA TEXTIL PIURA S.A.
INDUSTRIAS ELECTRO QUÍMICAS S.A. - IEQSA
INVERSIONES ASPI S.A.
INVERSIONES CENTENARIO S.A.A.
LA POSITIVA SEGUROS Y REASEGUROS
LAIVE S.A.
LIMA CAUCHO S.A.
LOS PORTALES S.A.
LUZ DEL SUR S.A.A.
MICHELL Y CIA. S.A.
MINSUR S.A.
PERÚ HOLDING DE TURISMO S.A.A.
PERUBAR S.A.
PROFUTURO A.F.P.
REFINERÍA LA PAMPILLA S.A.A. - RELAPA S.A.A.
REPSOL S.A.
RIMAC SEGUROS Y REASEGUROS
SAGA FALABELLA S.A.
SOCIEDAD MINERA CERRO VERDE S.A.A.
SOCIEDAD MINERA EL BROCAL
SOUTHERN COPPER CORPORATION
SUPERMERCADOS PERUANOS S.A. - SP S.A.
TELEFÓNICA DEL PERÚ S.A.A.
TELEFÓNICA MÓVILES S.A.
UNIÓN ANDINA DE CEMENTOS S.A.A. (UNACEM
S.A.A.)
VOLCÁN COMPAÑÍA MINERA S.A.A.

CESA - Colegio de Estudios Superiores de Administración.

Este libro se terminó de imprimir en julio de 2015 en Bogotá D.C.

Se compuso en caracteres Trade Gothic a 13 puntos.

Y se imprimió sobre papel bond de 90 gr.

Revelación de información y valor de las empresas en América Latina



La Revelación de Información y la Transparencia empresarial han tomado relevancia en el contexto latinoamericano en los últimos años, aún cuando hacen parte de los principios de Gobierno Corporativo promulgados por la OCDE desde 1999. Dicha relevancia emerge como respuesta a estructuras débiles de gobierno corporativo apalancadas en la falta de información disponible para los diferentes grupos de interés de las empresas y en la poca transparencia de las mismas; es decir, en divulgación de información irrelevante, incompleta, o incluso, distorsionada. Este texto evalúa las prácticas de revelación de información y transparencia de las empresas listadas en los siete mercados de capitales latinoamericanos más grandes poniendo en evidencia una mejoría en esta materia para las empresas colombianas que en pocos años figuran como líderes en la región. Al mismo tiempo resalta oportunidades de mejora y cuestiona la revelación de información en las empresas de capital cerrado, el tipo de empresa más común en Colombia y la región y en el que la revelación de información es casi inexistente.