

Transparencia Corporativa

Reporte Chile 2012

IdN

INTELIGENCIA
DE NEGOCIOS

EQUIPO I^dN

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

CONTENIDOS

Presentación.....	4
1. Introducción.....	6
2. Marco Teórico.....	8
2.1 Valor Corporativo.....	8
2.2 Riesgo Corporativo.....	9
3. Meta Indicador.....	11
3.1 Transparencia Corporativa.....	11
3.2 Sofisticación de Contenidos.....	12
3.3 Credibilidad Corporativa.....	12
3.4 Actualización de la Información.....	13
4. Transparencia.....	14
4.1 Cambios Metodológicos.....	15
4.2 Resultados 2012.....	16
4.3 Dispersión de Datos.....	17
4.4 Casos Destacados.....	18
4.5 Sectores.....	19
5. Sofisticación de Contenidos.....	20
5.1 Resultados.....	20
5.2 Brechas.....	22
6. Credibilidad.....	24
6.1 Resultados.....	25
6.2 Dispersión de los datos.....	26
6.3 Casos Destacados.....	27
6.4 Sectores.....	28
7. Actualización de datos.....	29
7.1 Tendencias.....	29
8. Valor versus Riesgo.....	31
9. Conclusiones.....	32
10. Desafíos y Recomendaciones.....	33
Ranking Chile.....	35
Anexos.....	38
Compañías Globales 2012.....	38
Metodología.....	39
Bibliografía.....	43

AGOSTO 2012

PRESENTACIÓN

En septiembre del 2011, la Facultad de Comunicaciones de la Universidad del Desarrollo e IDN Inteligencia de Negocios, se unieron a Chile Transparente y KPMG Chile, para llevar a cabo el evento "Transparencia Corporativa: Exigencias del Escenario Actual", en donde se presentaron el Informe 2011 de Transparencia Corporativa en Chile y el Estudio de Fraude y Corrupción en el Sector Privado, desarrollado por KPMG.

Esta iniciativa dio pie para la construcción de una alianza estratégica de largo plazo entre las cuatro instituciones, tendiente a seguir impulsando la transparencia en el sector privado y, en especial, en el segmento de las empresas abiertas a Bolsa, en las cuales todos los fondos de pensiones del país tienen inversiones.

El objetivo de esta alianza es fomentar la transparencia en el sector privado y elevar la importancia de la transparencia como valor social. Para esto se pretende generar las instancias que impulsen los círculos virtuosos destinados a la creación de una cultura de la transparencia en nuestra sociedad y, en particular, en las empresas más importantes del país.

Por otra parte, se ha optado por ampliar el foco de investigación hacia los mercados vecinos, en particular a aquellos con los que la Bolsa de Santiago se está integrando en lo que se ha dado a conocer como el Mercado Integrado Latinoamericano [MILA].

Así, este año, además de contar con un nuevo indicador para Chile en materia de Transparencia Corporativa, se darán a conocer por primera vez los indicadores de Transparencia Corporativa para empresas de Colombia, Perú y el MILA en su conjunto, los que se pueden encontrar en sus respectivos reportes.

Desde el punto de vista metodológico, en esta edición el análisis se ha perfeccionado por dos vías. La primera, incorporando un mayor nivel de exigencia a los contenidos corporativos a transparentar, en especial en materia de Responsabilidad Empresarial [social y ambiental] y Gobierno Corporativo. Y la segunda, por medio de la incorporación de un nuevo registro para el contenido transparentado: su grado de actualización.

Esto significa que, en 2012, el meta indicador registrará cuatro dimensiones del contenido de manera simultánea: transparencia, credibilidad, sofisticación y actualización de los contenidos corporativos. Y además, los hará para tres países: Colombia, Chile y Perú.

Esperamos el próximo año sumar a Brasil y México a esta medición.

Facultad de Comunicaciones UDD
IDN Inteligencia de Negocios
Chile Transparente
KPMG Chile

I. INTRODUCCIÓN

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

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

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

La ley ha sido considerada como la legislación anticorrupción más dura del mundo al elevar el nivel por encima del estándar establecido por la ley en Estados Unidos sobre prácticas corruptas. Por otra parte, esta Ley ha sido criticada ya que podría mermar la competitividad de la industria británica en el mercado global, especialmente en lo que se refiere a pagos de viáticos y hospedajes, los que eventualmente podrían ser considerados como conductas reñidas con la ética.

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

En Chile, la Ley de Transparencia de la Función Pública y la creación del Consejo para la Transparencia¹, han promovido la transparencia como valor social en organismos públicos, pero ésta no ha tenido repercusiones suficientes en el mundo privado.

El caso La Polar, que activó las alarmas sobre la vulnerabilidad de las regulaciones vigentes en las sociedades anónimas abiertas, remeció el accionar de los directorios y desde entonces se observa una mucho mayor diligencia por parte de estos en materia de control corporativo. Pero el caso

¹ Agosto de 2008.

no generó una legislación particular tendiente a limitar los espacios para que este tipo de conductas se repitan, como sí ocurrió en EE.UU.

Recientemente, la controversia surgida a partir del aumento de capital de Enersis por unos US\$ 8.000 millones, ha vuelto a encender las alarmas por los efectos nocivos que puede tener en los accionistas minoritarios.

En los tres años en que se ha publicado el Índice de Transparencia Corporativa, Enersis ha calificado como una de las compañías chilenas que ofrece un nivel de transparencia equivalente a observado en los mercados desarrollados.

Gracias a esto, ha sido posible que tanto los inversionistas institucionales y operadores de mercado, como la prensa, autoridades y público general que no son expertos en esta materia, hayan podido recabar toda la información necesaria para formarse una opinión sobre el particular.

De hecho, con mucha facilidad ha sido posible conocer a los directores de la empresa, sus competencias laborales, sus responsabilidades, sus eventuales conflictos de interés, sus remuneraciones y los miembros del comité de directores, así como los porcentajes de propiedad de Endesa España sobre Enersis, la composición accionaria de Enersis, la influencia de los minoritarios, la valoración de los activos ofrecidos por Endesa España, a qué compañía pertenecen estos activos, en qué país se encuentran, el cambio en el valor bursátil de Enersis e incluso el cambio en el valor bursátil de Enel -la controladora de Endesa España- producto del anuncio.

Este es el valor de Transparencia Corporativa: aquel que permite poner a disposición de los accionistas minoritarios, potenciales inversionistas y público general, todos los antecedentes de una empresa para hacerse una correcta idea del valor de la compañía, de sus negocios, de su gobierno corporativo, de su sustentabilidad y de los riesgos que implica invertir en ella.

2. MARCO TEÓRICO

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

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

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

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

2.1 Valor Corporativo

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

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

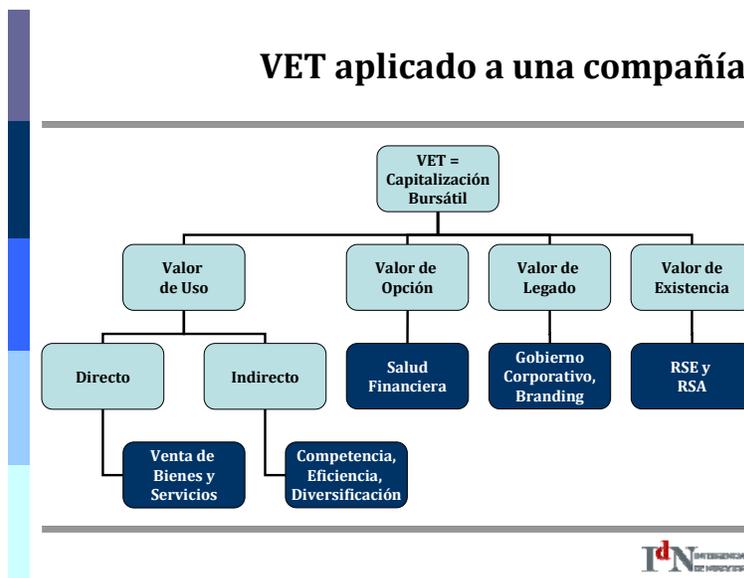
² Randall, Alan [1987]. "Total Economic Value as a Basis for Policy". Department of Agricultural Economics and Rural Sociology. The Ohio State University, Columbus, Ohio 43210, USA.

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

- el valor de existencia⁴.

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

Dado lo anterior, para una compañía, la existencia de un negocio claro, contar con buen *management* y buenos planes estratégicos, sumados a la producción de productos y servicios valorados por la sociedad y el desarrollo de ventajas competitivas propias, la proveen de su valor de uso directo. Mientras su sola participación en el mercado [mercado de insumos, mercado de servicios y mercado de consumidores] es valorada porque aporta competencia, eficiencia a la economía, da empleo y se convierte en una alternativa de diversificación del riesgo. Del mismo modo, la salud financiera de una compañía permite que ésta pueda persistir en el tiempo, lo que agregado a su capacidad de innovar, genera su valor de opción.



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

2.2 Riesgo Corporativo

Desde el punto de vista de un inversionista, es siempre preferible invertir en compañías que contribuyan al proceso de reducción de riesgos. Y en este

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

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

El mercado asume que una firma cuya calificación de riesgo es del tipo AAA, tendrá el menor nivel de riesgo [cerca de cero], tal que la tasa de interés [o rendimiento] exigido a una acción o a un bono de esa firma será menor, ya que su mayor porción de valor no reside en su rentabilidad, sino en su seguridad.

Pero en la actualidad, las clasificadoras de riesgo no consideran una serie de factores a la hora de hacer sus estimaciones. Por ejemplo, no consideran la calidad del gobierno corporativo como fuente de valor de una empresa y elemento que tiende a reducir el riesgo, lo que es especialmente sensible a la hora de hacer comparaciones de clasificaciones de empresas de distintos países, cuando estos tienen una legislación y organismos controladores con distintos enfoques y distintas atribuciones fiscalizadoras.

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

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

3. META INDICADOR

3.1 Transparencia Corporativa

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

Se usó una metodología de búsqueda de información tipo “*scanning*”, revisándose la presencia o ausencia de contenidos informativos relevantes, es decir que contribuyan a una mejor y más confiable estimación del valor de una compañía.

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

De este ejercicio se rescataron cinco [5] temáticas informativas, más un [1] componente facilitador de la información. Los determinantes medidos en este análisis fueron:

- presentación de la empresa y sus negocios,
- gobierno corporativo,
- información financiera,
- servicios e información para el inversionista,
- sustentabilidad y
- herramientas

. Cada grupo de variables se ponderó de manera distinta, de acuerdo al grado de importancia que tienen en el manejo de la empresa. Para conocer sobre la mecánica operativa del modelo, se recomienda leer el anexo metodológico del ITC 2010. El detalle se puede apreciar en la Tabla 3.1

Tabla 3.1

Modelo de Transparencia Corporativa

COMPONENTES	ATRIBUTOS	EJEMPLOS
Presentación & Negocios	Descripción sobre el negocio de la empresa, sinopsis histórica, fortalezas, cobertura comercial, etc.	Historia corporativa Misión, visión, valores
Gobierno Corporativo	Descripción detallada de la organización y su forma de gobierno.	Estatuto social Remuneraciones del Directorio
Servicios e Información para el Inversionista	Datos que un inversionista desea saber, desde los hechos esenciales hasta los planes estratégicos pasando por los dividendos, la cotización bursátil, etc.	Hechos esenciales Calendario de eventos Política de dividendos

Tabla 3.1

Modelo de Transparencia Corporativa

COMPONENTES	ATRIBUTOS	EJEMPLOS
Información Financiera	Estándares contables, formatos de entrega, supervisiones y periodicidad en la entrega de la información.	Memoria Anual EE.FF. trimestrales
Sustentabilidad	Descripción y datos sobre políticas de sustentabilidad del negocio y relación con sus grupos de interés.	Memoria de Sustentabilidad Desempeños
Herramientas	Herramientas que facilitan la búsqueda y comprensión de la información.	Contáctenos Otros idiomas

Fuente: IDN

3.2 Sofisticación de Contenidos

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

Lo anterior justifica una consideración sobre la complejidad de contenidos que son progresivamente más difíciles de generar. En esta versión, todos los contenidos se han ponderado de igual manera. En el futuro, se espera poder diferenciarlos por su grado de dificultad y relevancia.

3.3 Credibilidad Corporativa

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

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

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

En cuanto a esto último, cabe señalar que la información auditada es considerada como más confiable, lo cual no da certeza absoluta de veracidad, por lo tanto, nunca es posible estar 100% seguros que la información desplegada es absolutamente fidedigna, ya que quien tenga ánimo de defraudar, siempre encontrará caminos para hacerlo.

Los criterios aplicados al modelo de estimación del Índice de Credibilidad Corporativa, se muestran en la Tabla 3.3.

Tabla 3.3
Modelo de Credibilidad Corporativa

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

Fuente: IDN

Por ejemplo, entre los distintos tipos de estados financieros, los estados de situación –por ser provisorios- tienen menos credibilidad que un balance general. Asimismo, los estados financieros auditados generan mayor credibilidad que aquellos que no lo están. En este sentido, aquellos componentes de información clasificados con la letra “C” presentan un mayor grado de credibilidad que aquellos con las letras “A” y “B”.

3.4 Actualización de la Información

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

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

Para los contenidos anuales, se consideró al año anterior como actualizado, es decir, el grado de desactualización fue nulo [0]. En cambio para los contenidos trimestrales se consideró el primer trimestre del año 2012 como el último relevante. Ejemplos: si sólo se encontró la Memoria Anual del año 2010 se marcó como “-4”, es decir, con cuatro trimestres de desactualización, mientras si sólo estaba el informe trimestral del tercer trimestre de 2011 se marcó como “-2”, es decir, dos trimestres de desactualización.

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

4. TRANSPARENCIA

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

La justificación para tal práctica radica en la necesidad de igualar las condiciones de conocimiento sobre una compañía entre todos sus accionistas, de modo que el sitio Web corporativo sería el canal por el cual tanto controladores como minoritarios accedan de manera igualitaria y oportuna a toda la información relevante de la compañía. Dado lo anterior, la búsqueda de información de este estudio incluyó todos los documentos relevantes que las compañías ofrecen a sus grupos de interés en sus sitios Web.

Durante junio de 2012, se hizo un completo barrido a la información corporativa presente en los sitios Web de las 105 empresas emisoras que integran el Índice General de Precios de Acciones [IGPA], lo que incluye a los 40 emisores que integran el Índice de Precios Selectivo de Acciones [IPSA], más la chilena Antofagasta PLC que cotiza en Londres.

La indagación arrojó resultados positivos para 101 empresas, mientras en tres [3] casos no fue posible hallar los sitios Web corporativos⁵ y en otros dos [2] la información encontrada fue insuficiente como para ser considerada válida en este estudio.

En ese mismo mes, se hizo un completo barrido de la información que entrega un grupo representativo de firmas globales, tales como BHP BILLITON, NOVARTIS, INDITEX, ALSTOM, BMW, PIRELLI, MITSUBISHI, ACER, FEDEX y PEPSICO, entre otras⁶. En total fueron 40 compañías con sede en diferentes economías avanzadas, las cuales sirvieron como paradigma de mejores prácticas internacionales en transparencia corporativa.

Este ejercicio responde a la necesidad de contar con un estándar internacional con el cual poder establecer una meta deseada de transparencia para las firmas locales. Para avanzar hacia una mayor rigurosidad del estándar internacional se hizo un cambio en la muestra del año anterior, manteniendo 20 compañías y cambiando a otras 20. Los resultados obtenidos dan cuenta de lo robusto de la metodología, ya que los valores arrojados en 2012 presentan variaciones mínimas con respecto a los del 2011.

⁵ En general estas son sociedades de inversiones controladoras de compañías productivas.

⁶ Ver listado completo en Anexo.

4.1 Cambios Metodológicos

La relevancia que ha tomado la demanda ciudadana en los últimos años con respecto a su interacción con las empresas, así como los problemas ambientales que han debido enfrentar algunas firmas, han dado una mayor relevancia a los contenidos relacionados con el ambiente, los trabajadores y las comunidades aledañas a las plantas productivas.

Es por esto que este año se decidió incorporar a la medición de transparencia corporativa una serie de elementos considerados dentro de los estándares instalados por organismos internacionales, tales como la ISO 26.000 y la Global Report Initiative [GRI].

Asimismo, el advenimiento de las nuevas redes sociales, tales como Facebook, Twitter y otras, ha obligado a incorporar estos canales como parte de las herramientas por medio de las cuales las empresas pueden ponerse en contacto con sus grupos de interés.

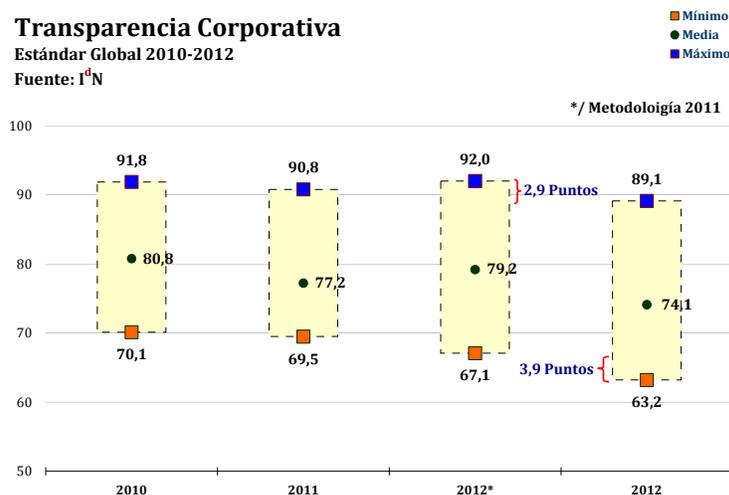
Lo anterior implicó que el número de contenidos solicitados para cada uno de los determinantes de contenidos pasara de 87 a 110, lo que significa un aumento en la exigencia de contenidos de un 26%.

Este significativo aumento de exigencia hace imposible comparar en forma directa los resultados de 2012 con los de 2011. Para hacerlo, se ha considerado una doble medición: mantener la metodología 2011 para permitir algunas comparaciones intertemporales y usar la nueva metodología para hacer comparaciones de corte transversal, estableciendo brechas con respecto al *benchmark* internacional para el año 2012.

Transparencia Corporativa

Estándar Global 2010-2012

Fuente: IDN



Para entender mejor el sesgo que se produce al comparar intertemporalmente los datos de los años 2011 y 2012, conviene apreciar en el gráfico "Transparencia Corporativa: Estándar Global 2010-2012".

En éste se puede apreciar con claridad que la metodología de 2012 reduce el valor mínimo del ITC en 3,9 puntos, mientras reduce el valor máximo en 2,9 puntos. Pero -además y de forma mucho más nítida- lo que refleja realmente el mayor grado de dificultad de la nueva medición es el valor promedio, el cual en la nueva metodología se ubica 5,1 puntos por debajo del antiguo cálculo.

Lo anterior revela la importancia de utilizar ambas metodologías para hacer comparaciones adecuadas en cuanto a transparencia corporativa.

4.2 Resultados 2012

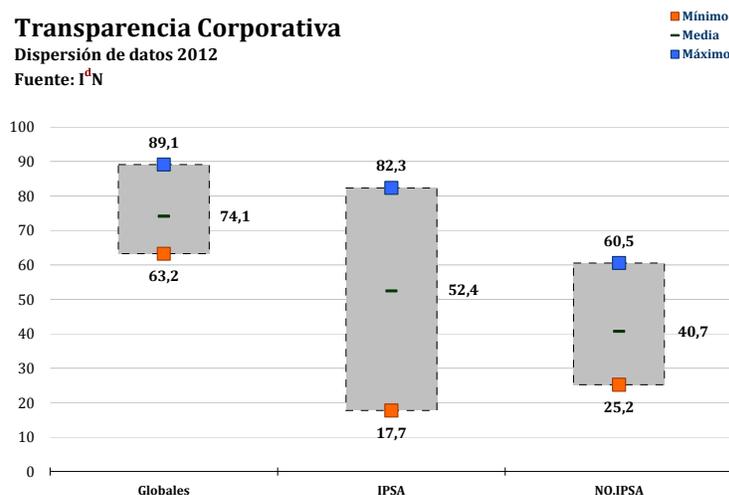
En la medición de 2012, de las 106 empresas analizadas, 101 presentaron información suficiente, mientras dos ofrecen muy poca información y en tres de ellas no se encontró un sitio web corporativo que analizar.

A comparar la medición de 2012 entre las empresas chilenas y el estándar internacional, las empresas chilenas siguen presentando un menor promedio. Mientras las firmas globales alcanzaron puntajes entre 89,1 y 63,2, con un promedio de 74,1, las firmas chilenas lo hicieron entre 82,3 y 17,7, con un promedio de 45,2.

Transparencia Corporativa

Dispersión de datos 2012

Fuente: IDN



Las empresas del IPSA mostraron una mejor "performance" promedio que las empresas del IGPA que no integran el IPSA [en adelante No IPSA]. Mientras las firmas del IPSA alcanzaron un promedio de 52,4 puntos, las del No IPSA obtuvieron un promedio de 40,7 puntos.

Un elemento disonante con respecto a los años anteriores, es que una empresa del IPSA [Pilmaiquén] es la que ostenta el indicador mínimo, el que en años anteriores siempre fue obtenido por una empresa No IPSA.

Por el contrario, un elemento muy alentador es que este año el puntaje máximo superó al del año anterior. Lo significativo de esta mejora es que fue conseguida con un mayor nivel de exigencia en la búsqueda de información.

El Ranking 2012, con el grupo de emisores chilenos que alcanzaron un Índice de Transparencia Corporativa equivalente al de empresas globales, se muestra a continuación en la Tabla 4.2.

TABLA 4.2
Compañías chilenas que transparentan su información corporativa a escala global.

RK.12	Empresas	ITC.12	ITC.11	Var. %
1	MASISA	82,3	76,8	7,2
2	BANCO SANTANDER	77,0	77,3	-0,4
3	BCI	76,0	78,7	-3,4
4	ANTOFAGASTA PLC	75,5	72,4	4,3
5	ENDESA	72,2	76,2	-5,2
6	ENERSIS	71,7	77,8	-7,8
7	BANCO DE CHILE	69,7	69,4	0,4
8	LAN	68,5	72,5	-5,5
9	E-CL	68,5	52,9	29,5
10	AQUACHILE	63,4	N.D.	N.D.
11	AGUAS ANDINA	63,2	62,5	1,1

Fuente: IDN

Mención especial merece Antofagasta PLC, empresa minera del grupo Luksic que no cotiza en la Bolsa de Comercio de Santiago, pero sí lo hace en la Bolsa de Valores de Londres [LSE], la cual marcó 75,5 puntos, lo que la ubicó en el cuarto lugar del ranking, un 4,3% más de lo obtenido en 2011.

La buena noticia es que año a año, más empresas chilenas se suman al estándar internacional. En 2010 fueron 7, en 2011 fueron 9 y este año son 11.

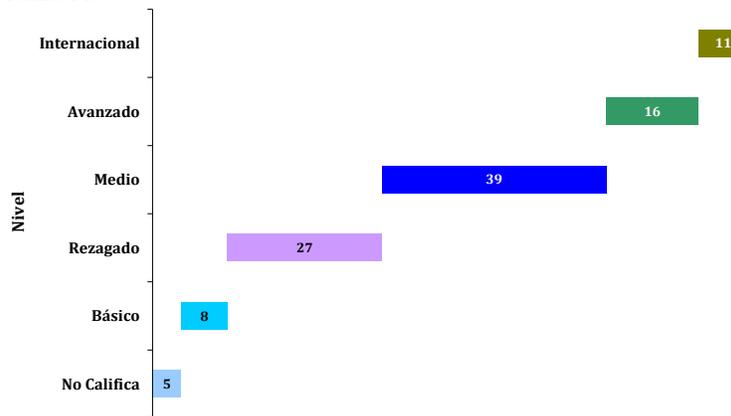
4.3 Dispersión de Datos

En cuanto a la distribución de los datos, ésta muestra una tendencia positiva en las empresas chilenas. La mayor parte se concentró en el nivel medio [36,8%], pero en las posiciones de liderazgo [niveles avanzado e internacional] se concentró el 25,5% de los emisores, esto es, uno de cada cuatro ocupa una posición de transparencia corporativa alta. Sólo el 12,3% ofrece un escaso nivel de transparencia [básico y no califica].

Transparencia Corporativa 2012

Empresas por Rango

Fuente: I^dN



4.4 Casos Destacados

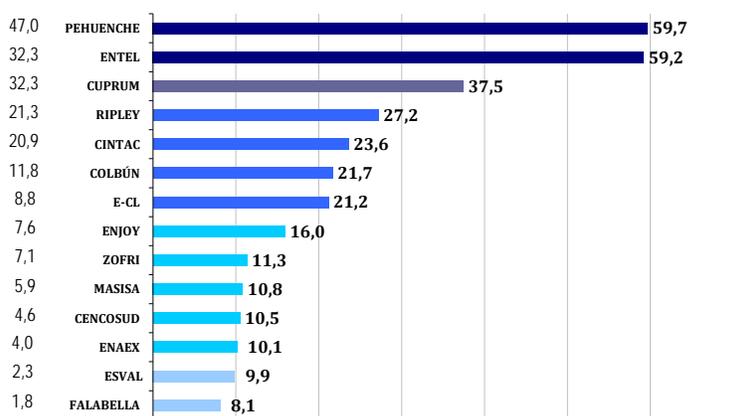
Varios elementos sobresalen en la versión 2012 de la medición de Transparencia Corporativa.

El primero es el caso de Masisa, la empresa líder de este año, que elevó su puntaje en un 7,1%, de acuerdo a la metodología de 2011. Pero incluso mejoró usando la nueva metodología [5,5%], que tiene un mayor grado de exigencia en la medición, lo cual revela un doble mérito.

Mejoras Destacadas 2012

Avances en Transparencia Corporativa [%]

Fuente: I^dN - UDD



En 2010 Masisa alcanzó el primer lugar de este ranking y en 2011 se mantuvo entre las diez más transparentes. Pero en el esfuerzo realizado en 2012, llama especialmente la atención lo completo del contenido entregado

en cada aspecto relevante en que la compañía opera. En especial cabe destacar el alto nivel de detalle ofrecido en su Memoria Anual.

El segundo es que si se considera la metodología de 2011 para hacer la medición de 2012, los emisores chilenos presentan en promedio, un menor nivel de transparencia. En 2011 la media de los emisores comparables fue 51,6 puntos mientras este año [con la antigua metodología] habría sido 46,2 puntos, un 10,5% menos. A la vez, el mínimo también habría sido un 48% menor, con 16,2 puntos, bajo los 33,9 puntos registrados en 2011.

El único elemento alentador al respecto es que el máximo habría aumentado un 8,1%, pasando de los 78,7 registrados en 2011 a los 84,9 puntos que se habrían registrado este año con la antigua medición.

Las empresas que más mejoraron su nivel de transparencia corporativa fueron Pehuenche con el mayor avance [60%] y Entel [59%], seguidas por Cuprum [37,5%], Ripley [27,2%], Cintac [23,6%], Colbún [21,7%] y E-CL [21,2%].

4.5 Sectores

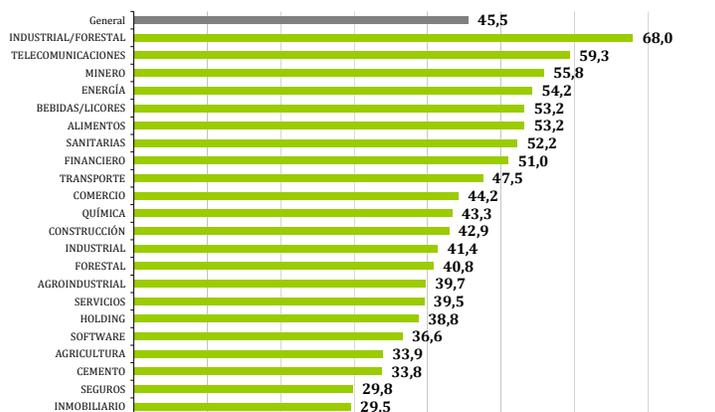
Desde la perspectiva sectorial, los mayores indicadores se registraron en el sector Industrial/Forestal con un promedio de 68 puntos, el único sector que en promedio alcanzó el estándar internacional.

Le siguen Telecomunicaciones [59,3], Minero [55,8], Energético [54,2], Bebidas/Licores [53,2], Alimentos [53,2], Sanitarias [52,2] y Financiero [51].

Diferencias Sectoriales 2012

Índice de Transparencia Corporativa

Fuente: IDN



Los demás se ubicaron bajo los 50 puntos, siendo los sectores más rezagados el Inmobiliario [29,5], Seguros⁷ [29,8], Cemento [33,8] y Agricultura⁸ [33,9]

⁷ Una sola compañía.

5. SOFISTICACIÓN DE CONTENIDOS

El Índice de Transparencia Corporativa contiene seis componentes temáticos o determinantes del indicador. Estos, más que ser la suma de la información, son capas de contenidos, lo cual revela que para avanzar en mayores grados de transparencia no solo hay que hacer un esfuerzo comunicacional, sino que además hay que avanzar en el desarrollo de contenidos cada vez más complejos. Esto implica que las empresas deben elevar el grado de sofisticación de su trabajo corporativo para alcanzar mayores estándares de transparencia.

5.1. Resultados

El estándar que ofrecen las empresas globales usadas para construir un *benchmark* desde los mercados más exigentes del mundo, es disparejo en materia de sofisticación de contenidos, lo cual revela que los énfasis no están puestos en todos los tópicos de contenidos en forma similar. De hecho, la dispersión de los datos medida por sofisticación de contenidos, revelan que -muy probablemente- las exigencias que privilegian los mercados no se encuentran en Responsabilidad Empresarial, pero sí en Gobierno Corporativo, Información Financiera y Atención al Inversionista.

En las empresas globales, el mejor resultado se encuentra en Presentación de la Empresa y sus Negocios, seguido por Gobierno Corporativo, Atención al Inversionista y más atrás por Información Financiera, Misceláneos y en último lugar Sustentabilidad o Responsabilidad Corporativa.

La explicación para esto yace primero en una cuestión de costos, ya que presentar la empresa y sus negocios, no revista mayor complejidad, pero hacer mediciones de consumo energético o de emisiones de contaminantes sí. En segundo lugar, la regulación obliga a las empresas, a través de las leyes y la acción de los reguladores, a cumplir con ciertos estándares informativos en temas financieros. En tercer lugar está el impulso que surge desde el sector privado con la preocupación que manifiestan las bolsas, los gremios y los organismos multilaterales a través de sus guías de recomendaciones por medio de las cuales hacen notar su preocupación sobre la importancia de contar con gobiernos corporativos de alta calidad que garanticen los derechos de los accionistas minoritarios.

En términos específicos, los promedios revelados por las empresas globales en cada tópico son 80,3 puntos en presentación y negocios; 72,5 puntos en gobierno corporativo; 60,1 puntos en información financiera; 69,0 puntos en servicios al inversionista; 64,5 en sustentabilidad y 67,5 puntos en misceláneos.

El menor puntaje promedio se encuentra en información financiera. Esto se debe a que la mayoría de las firmas analizadas tiene emisiones en una sola

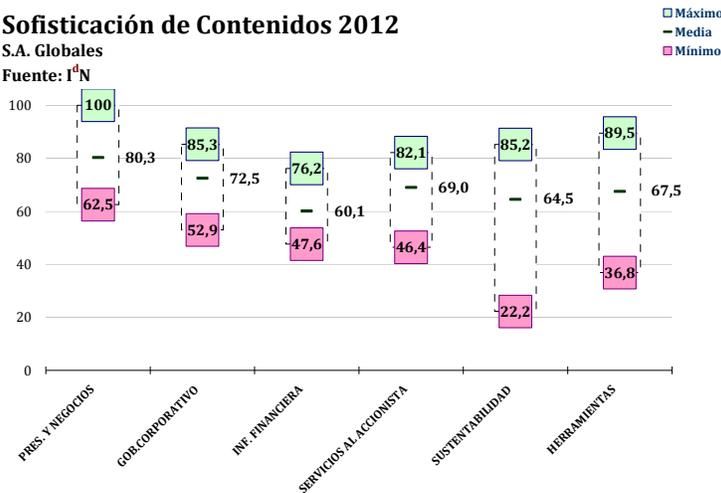
⁸ Ídem.

plaza y, por ende, la información que ofrecen se la relaciona con un solo mercado y una sola regulación, a diferencia de las empresas chilenas en donde algunas han emitido ADR en EE.UU.

Sofisticación de Contenidos 2012

S.A. Globales

Fuente: IDN



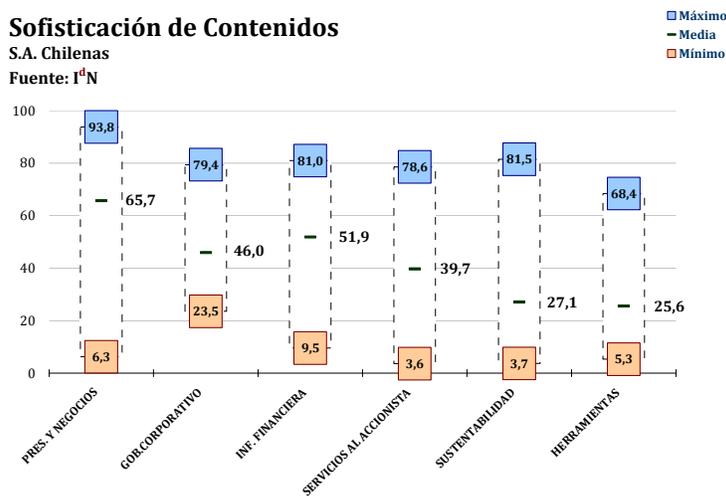
Por otra parte, llama la atención que el tópico referido a sustentabilidad o responsabilidad corporativa, tenga una dispersión tan alta, con un máximo de 85,2 puntos, pero con un mínimo de 22,2 puntos. Lo anterior estaría revelando las diferencias sectoriales con que se percibe la responsabilidad de las empresas en materia de contaminantes, emisiones, manejo de residuos y temas relacionados con sus trabajadores.

En Chile, en cambio, se observan menores promedios de sofisticación de contenidos en todos los tópicos. Lo anterior se debe a que existen firmas que entregan escasa información en todos los tópicos analizados, lo cual empuja hacia abajo el promedio de las empresas chilenas en todos los tópicos de contenidos.

Sofisticación de Contenidos

S.A. Chilenas

Fuente: I^dN



Además, las dispersión de los datos de los emisores chilenos en este aspecto es mucho mayor en las empresas globales. De hecho la desviación estándar observada en los tópicos de contenidos de las globales fue 9,89, la de las chilenas fue 15,20, es decir, un 54% más alta.

Lo anterior, revela un disparidad de criterios y desarrollos en la política de transparencia de los emisores del mercado chileno que convendría uniformar. Al menos en lo que se refiere a un estándar mínimo en la entrega de contenidos.

5.2 Brechas

En términos de brechas, las mayores se encuentran en herramientas instaladas en el sitio Web corporativo, que mejoran el nivel de acceso a la información corporativa. En particular, ésta alcanza a 41,9 puntos, de modo que las empresas chilenas revelan un bajo desarrollo de los puntos de contacto que ofrecen las nuevas redes sociales.

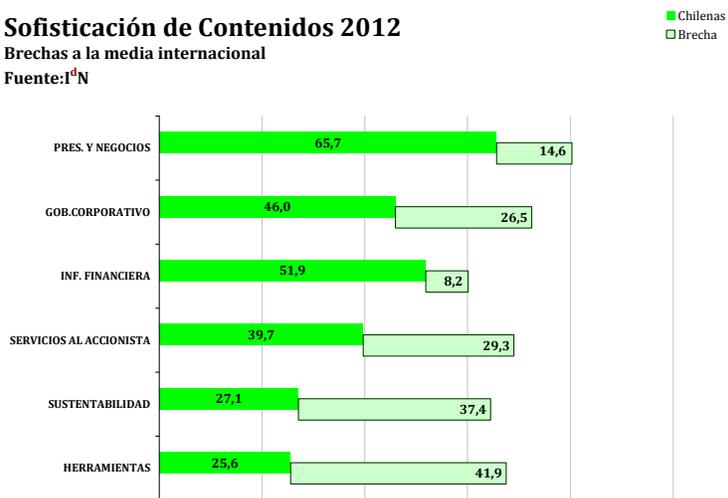
Le sigue sustentabilidad, con una brecha de 37,4 puntos. Aquí las mayores falencias se encuentran en las mediciones de consumo de energía, papel, agua, y manejo de residuos, en donde la mayoría de las empresas chilenas manifiesta su preocupación al respecto, pero pocas tienen mediciones sobre estos consumos.

Los otros elementos en que se observan brechas preocupantes son servicios al accionistas [29,3 puntos] y gobierno corporativo [26,5 puntos].

Sofisticación de Contenidos 2012

Brechas a la media internacional

Fuente: IdN



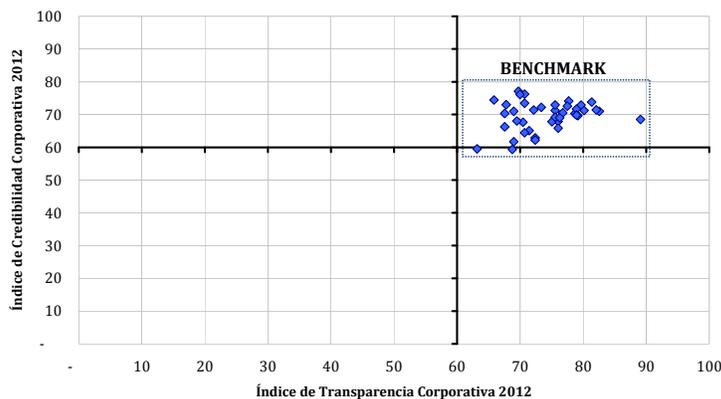
6. CREDIBILIDAD

Al mismo tiempo que se detectó, se clasificó la información corporativa que entregan las compañías chilenas abiertas a Bolsa y el grupo de control de 40 empresas globales, de acuerdo a su grado de credibilidad, a fin de estimar el nivel de riesgo que podrían percibir los inversionistas o público general respecto de los contenidos transparentados.

En el caso de las empresa globales, éstas se posicionaron con un indicador de credibilidad corporativa entre 59,3 y 77,1 puntos, los que -en términos de tendencia- son coincidentes con los índices de transparencia corporativa.

Transparencia vs Credibilidad Globales 2012

Fuente: IdN

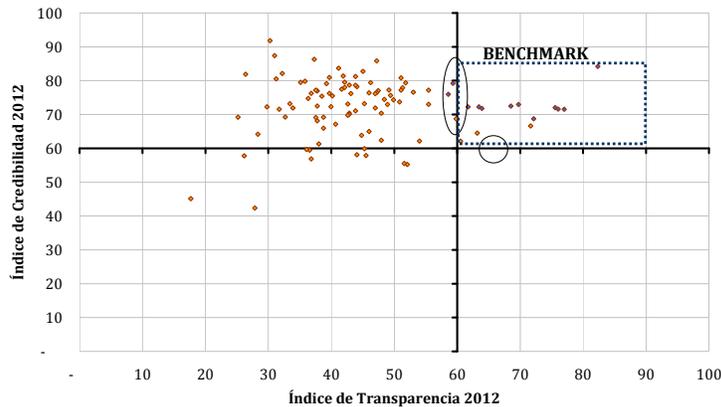


Analizados en forma simultánea se puede apreciar que tanto la credibilidad como la transparencia de las empresas globales se ubica [casi] por sobre los 60 puntos, lo que en un gráfico de doble entrada las posiciona en el cuadrante de la derecha-arriba [ver gráfico Transparencia vs. Credibilidad, Globales 2012].

Lo anterior permite visualizar en forma muy simple en dónde se ubica el estándar internacional en ambas materias.

Transparencia vs Credibilidad Chilenas 2012

Fuente: IDN



En el caso chileno, sólo algunas empresas se ubicaron en el cuadrante de la derecha-arriba, mientras la mayoría se ubicó en el cuadrante de la izquierda arriba [ver gráfico Transparencia vs. Credibilidad, Chilenas 2012]. Esto significa que en Chile, en forma mayoritaria, cuando la empresas nacionales entregan información, lo hacen con un alto grado de credibilidad, o que la mayoría de la información viene firmada por una alta autoridad de la empresa, o por un auditor o certificador externo a la compañía.

En particular cabe señalar que son 12 las empresas chilenas que se posicionan dentro del cuadrante deseado [derecha-arriba] y que hay una que podría hacerlo si mejorara levemente su nivel de credibilidad y otras tres que también podrían hacerlo si mejoraran levemente su nivel de transparencia.

6.1 Resultados

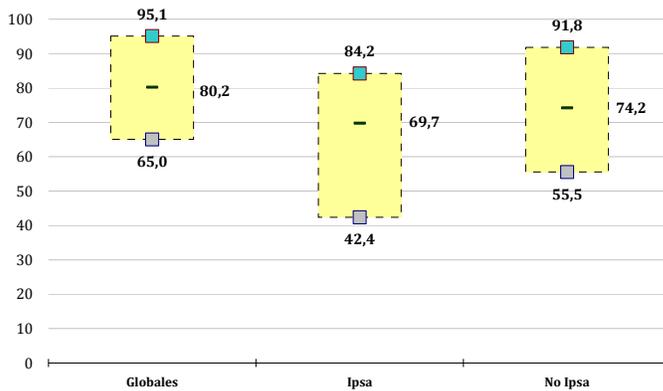
Al comparar a las empresas chilenas abiertas a Bolsa con las firmas del *benchmark* global en cuanto a credibilidad corporativa, los emisores incluidos en el IPSA poseen una gran dispersión entre el valor mínimo y el máximo, los que equivalen al 68,3% del valor medio del indicador, cifra que para el caso de las empresas globales sólo alcanza al 25,6%.

Credibilidad Corporativa: Chile 2012

Dispersión de datos

Fuente: I^dN

■ MÍNIMO
— MEDIA
■ MÁXIMO



Mayor dispersión presentan las empresas del IPSA que las del No IPSA. Las primeras presentan una dispersión del 60% con respecto a la media, mientras las segundas tienen una dispersión de 48,9% con respecto al valor promedio de credibilidad corporativa.

Ahora bien, las empresas del IPSA presentan un indicador de credibilidad corporativa promedio menor que las del No IPSA [69,7 puntos versus 74,2 puntos, respectivamente], lo cual revela que algunas del empresas del IPSA se han rezagado en esta materia.

6.2 Dispersión de los datos

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

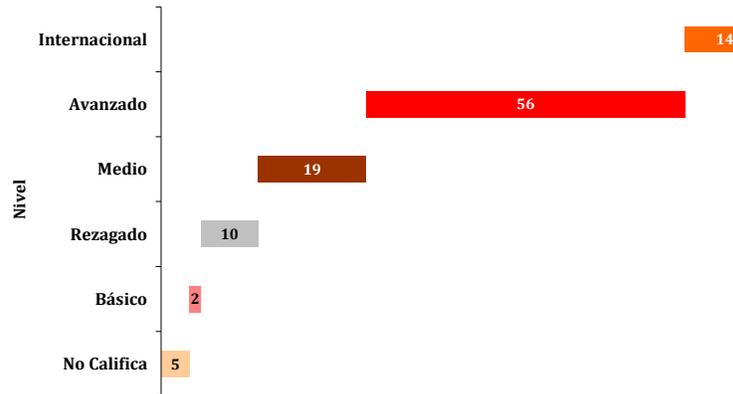
El estado actual de la credibilidad corporativa ubica a la mayoría de las empresas chilenas en el rango avanzado [50 - 60 puntos] con 56 compañías es decir, casi el 53% del total.

Lo anterior es consistente con lo expresado en el numeral anterior en cuanto a que en Chile la credibilidad es un elemento significativo de la transparencia corporativa.

Credibilidad Corporativa: Chile 2012

Empresas por Rango

Fuente: I^dN



Los emisores que presentan un indicador comparable con el estándar internacional, son 14. Dos tercios de las empresas ostentan más de 50 puntos [avanzado] y sólo el 34% alcanzó menos de 40 puntos [ver Gráfico Credibilidad Corporativa: Chile 2012. Empresas por rango].

6.3 Casos Destacados

En lo que se refiere a credibilidad, visto desde una perspectiva unidimensional, las empresas con mayores índices no necesariamente son las más creíbles, debido a que una empresa puede presentar solo un dato, pero si éste está auditado, le generará un alto índice de credibilidad, pero entregando muy poca información.

Por lo tanto, la manera correcta de leer el Índice de Credibilidad Corporativa, es como factor de ajuste a la transparencia, de tal modo que las empresas que tengan un menor índice de credibilidad castigarán más su índice de transparencia, mientras -a la inversa- las que tengan un mayor índice de credibilidad, la castigarán menos.

Los emisores que entregan el mayor grado de credibilidad con respecto a la información que transparentan, es decir, las 10 que ofrecen los mejores estándares en Chile en 2012 serían:

1. MASISA,
2. BANCO SANTANDER,
3. BCI,
4. ANTOFAGASTA PLC,
5. BANCO DE CHILE,
6. LAN,

7. ENDESA,
8. ENERSIS,
9. ENTEL y
10. E-CL.

6.4 Sectores

Desde el punto de vista sectorial, se confirman las buenas noticias respecto a este componente, debido a que todos los sectores -en promedio- alcanzan el estándar internacional en materia de credibilidad corporativa. De hecho, el ICC promedio entre los sectores en 2012 alcanzó los 72,4 puntos.

Diferencias Sectoriales 2012

Índice de Credibilidad Corporativa

Fuente: I^dN



En particular, el sector con un mejor indicador promedio es el industrial/químico con 80 puntos, seguido muy de cerca por telecomunicaciones con 79,2 puntos.

Un gran número de sectores presenta un ICC entre los 77 y los 70 puntos, lo cual debiera ser un signo de tranquilidad para el mercado y los potenciales inversionistas.

Los sectores con indicadores más bajos fueron software [59,5], inmobiliario [61,5], sanitarias [64,3], transporte [68] y energía [68,4].

7. ACTUALIZACIÓN DE DATOS

No sólo importa que la información corporativa esté disponible para los accionistas, inversionistas y público general, y sea creíble. También importa que ésta esté actualizada, es decir, que las empresas ofrezcan la última información con que se cuenta.

Lo anterior significa que la información desactualizada de acuerdo a los estándares corporativos es menos válida, al punto que mientras más desactualizada está, menos válida es. Incluso en el caso que ésta fuera una información creíble, el que no esté actualizada revela que la empresa deja de entregar información al mercado y a los potenciales inversionistas. Lo más grave de esta situación, es que no trata en forma igualitaria a todos sus accionistas, ya que los controladores, por estar presentes al interior de la empresa en forma habitual, tienen mejor información de la compañía que los accionistas minoritarios.

Este es un elemento ampliamente destacado en los manuales y recomendaciones de gobiernos corporativos en el mundo y por tanto, debería ser considerado al punto que toda empresa que cotice en Bolsa debiera entregar toda su información corporativa en forma trimestral.

7.1 Tendencias

En el caso de Chile, la mayor parte de las empresas entrega información mayormente actualizada.

El gráfico Información Actualizada vs. Transparencia: Chilenas 2012, muestra cómo las empresas se aglomeran junto a la recta de 45°, reflejando que la información que entregan, medida a través del Índice de Transparencia Corporativa [ITC] es casi exactamente igual al ITC ajustado por actualización. Lo anterior significa que los castigos asignados a las empresas por entrega de información desactualizada son mínimos.

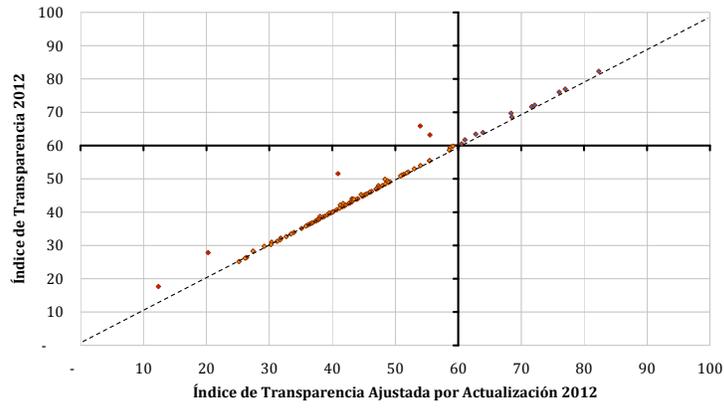
En términos cuantitativos, el grado de actualización de la información corporativa que entregan las firmas chilenas listadas en Bolsa, es de 98,6%. Y sólo cinco empresas presentan información que podría considerarse como desactualizada⁹: Antofagasta PLC [81,9%], Aguas Andinas [87,8%], Parque Arauco [72,7%], Pilmaiquén [70%] y Zofri [79,3%].

Lo anterior es otra señal que afecta -desde otro punto de vista- la transparencia de la información que entregan las empresas chilenas a sus accionistas, potenciales inversionistas y público general.

⁹ Entre paréntesis se muestra la tasa de actualización de la información corporativa. Mientras más cerca de 100%, más actualizada estará ésta.

Información Actualizada vs Transparencia: Chilenas 2012

Fuente: IdN



8. VALOR VERSUS RIESGO

Un elemento destacado del análisis es el aporte combinado que hacen el grado de credibilidad corporativa y la actualización de la información, al nivel de transparencia corporativa.

Técnicamente hablando, a mayor nivel de veracidad y mayor grado de actualización de la información, menor riesgo para los inversionistas. Pero, dado que no es posible certificar la veracidad en forma absoluta de la información, una combinación de credibilidad y actualización de los contenidos pueden ser asumidos como unidades de medida a considerar en la formación de expectativas de analistas, inversionistas y autoridades.

Entonces, la credibilidad y la actualización de la información pueden ser consideradas como medidas alternativas de riesgo. Tal que el inverso de la credibilidad y el inverso de la actualización serían medidas de "incertidumbre", de modo que a menor incertidumbre, menor riesgo.

Ahora bien, un indicador de riesgo de mercado para las empresas, lo dan las clasificadoras de riesgo, pero en Chile éstas omiten una serie de factores como la calidad del gobierno corporativo, que es un elemento muy difícil de medir. Desde este punto de vista -entonces- sería conveniente la creación de un indicador sobre este elemento, de modo que las clasificadoras pueden medir mejor el nivel de riesgo inherente en cada compañía.

Independientemente del criterio que se aplique para considerar los factores de transparencia, credibilidad y actualización de la información corporativa en los análisis de riesgo, es atendible la incorporación de éstos a los análisis de valor y de riesgo que se hacen en Chile de las sociedades anónimas que cotizan en Bolsa.

9. CONCLUSIONES

La primera conclusión que emerge de este estudio es que los esfuerzos de transparencia no parecen haber mejorado sustantivamente en el último año en curso. Del total de empresas analizadas, 18 mejoraron su ITC y 64 lo redujeron. Y aquellas que lo redujeron lo hicieron en un 67% más que aquellas que lo aumentaron¹⁰.

A pesar de lo anterior, hay espacio para el optimismo. En 2012, 11 firmas alcanzaron el estándar internacional, en contraste con las nueve que lo hicieron en 2011. Además, en 2011 seis compañías se instalaron en el nivel avanzado, justo por debajo del estándar internacional, este año 16 empresas se ubicaron en esa zona revelando que hay un grupo de empresas que está haciendo esfuerzos efectivos por elevar sus estándares de transparencia corporativa.

Es posible observar un grupo de emisores que no evidencian un aumento en sus niveles de transparencia, entre las que se cuentan empresas que no tienen un sitio web corporativo, otras que revelan una cantidad de información mínima y otro grupo -el más preocupante- que ha reducido sus grados de transparencia con respecto al año 2011.

En materia de credibilidad, las firmas nacionales presentan muy buenos indicadores, con algunas pocas excepciones, ubicando sólo a 17 compañías por debajo de 40 puntos.

En actualización de la información, también se encontraron muy buenos indicadores. La gran mayoría de las empresas mostró nulo o casi nulo retraso en la entrega de la información corporativa, excepto por sólo cinco compañías. Al respecto cabe señalar que los mayores rezagos se encontraron en los tópicos de Responsabilidad Social, debido a que algunas empresas aún dan a conocer sus Reportes de Sustentabilidad durante el segundo semestre del año.

¹⁰ La comparación se hizo usando la metodología de 2011 para ambos años a fin de tener una unidad de medida comparable.

10. DESAFÍOS Y RECOMENDACIONES

En cuanto a las recomendaciones que se pueden hacer a partir de este estudio, la primera que conviene mencionar es que en Chile aún hay muchas oportunidades para avanzar fuertemente en materias de Transparencia Corporativa.

Las firmas en las economías avanzadas siguen presentando una ventaja significativas, con respecto a la media nacional. Las firmas del IPSA tiene una brecha que en promedio alcanza los 21,7 puntos, mientras la de las empresas No IPSA, alcanza -en promedio- 33,4 puntos.

Un elemento alentador encontrado en esta investigación es que avanzar en mayores grados de Transparencia Corporativa es posible en el corto plazo. Pero al mismo tiempo también es posible, y con la misma facilidad, retroceder en los grados de transparencia corporativa, si es que no existe una directriz clara en este sentido que venga de lo más alto de la pirámide organizacional.

La credibilidad de la información no parece ser un tema relevante, debido a que -en general- las firmas entregan información con un alto grado de credibilidad, muy similar al que entregan las firmas globales, aunque eso no las exime para seguir avanzando en algunos elementos particulares. Por ejemplo, en materia de Responsabilidad Corporativa, en donde los rezagos son muy significativos, y en Servicios al Inversionista, en donde se echa de menos un mayor compromiso de la alta dirección con algunos contenidos relativos a la evolución bursátil de las acciones de la firma.

Sobre la actualización de la información, ésta se encuentra en un buen nivel. Se ven muy pocas empresas con rezagos, en donde la causa principal sería la entrega de la Memoria de Sustentabilidad, la que es difundida al público en el segundo semestre del año.

En cuanto a los grados de sofisticación del contenido corporativo se observan algunos desafíos importantes. En Sustentabilidad o Responsabilidad Corporativa es donde se observa la mayor brecha [37,4 puntos] con respecto al estándar internacional, debido a que muchas compañías chilenas aún no han avanzado desde los compromisos a las mediciones objetivas sobre los efectos ambientales que tienen los sistemas productivos y logísticos. En Servicios al Inversionista [o Accionista] hay un rezago promedio bastante significativo [29,3 puntos], el cual se concentra básicamente en la ausencia de algunos elementos habituales en las empresas globales, como sistemas de alerta de acciones, la lista de analistas que siguen a la compañía, webcast con conferencias telefónicas entre ejecutivos de la firma y los analistas de mercado, entre otros. En cuanto a los gobiernos corporativos, sin duda que la transparencia sobre su funcionamiento puede ser mejorada, ya que [por ejemplo] sólo el 10% de las empresas revela cuáles son las responsabilidades de sus directores; el 1% declara tener comité de remuneraciones; el 28,6% declara poseer un modelo de gobierno corporativo; el 22% revela el nombre de los directores suplentes; el 17% muestra las asistencias de los directores a las sesiones del directorio; y sólo el 55% de las

empresas muestra las competencias laborales de sus directores, entre otros elementos que podrían ser transparentados. La información financiera –en cambio- parece ser el componente mejor desarrollado por nuestras sociedades abiertas, en donde con muy pocas mejoras se podría alcanzar el estándar internacional. Por último, un elemento aún poco desarrollado por nuestras compañías listadas en Bolsa, es el uso de las nuevas redes sociales para establecer puntos de contacto con sus grupos de interés.

Una conclusión que se repite de lo observado el año anterior, es que para conseguir mejoras generalizadas en transparencia corporativa, debe concurrir una voluntad de parte de los accionistas controladores, los reguladores, los inversionistas institucionales y las Bolsas.

Asimismo, las recomendaciones esgrimidas el año 2011 para avanzar en mayores grados de transparencia corporativa siguen vigentes. Mayores esfuerzos por parte de las Bolsas chilenas, adecuar sus requisitos para listarse a los estándares internacionales, elevar las exigencias hechas por parte de los reguladores en materia de transparencia corporativa e impulsar en el mercado la creación de índices o instrumentos [fondos mutuos, por ejemplo] que incluyan sólo a las empresas más transparentes, más responsables o más sostenibles del mercado.

En este sentido, un debate sobre la bondad de permitir la apertura de nuevos multifondos en las AFP's, que incorporen ciertos valores como la transparencia, la sustentabilidad y el respeto por el medio ambiente, podría darse entre los afiliados, las AFP's y los reguladores, permitiendo que -por ejemplo- los trabajadores que deseen tener sus fondos en empresas verdes, lo puedan hacer.

En este sentido, iniciativas existentes en otros mercados como el "Sustainability Index" de la Bolsa de Nueva York y el "FTSE for Good" de la Bolsa de Londres, podrían ser replicables en nuestro país.

Al igual que en los dos años anteriores, urge la instalación de un mecanismo que castigue a aquellas empresas que actualmente no tienen un sitio Web corporativo o que teniéndolo, entregan poca o muy poca información sobre la empresa, ya que no ofrecen un trato igualitario entre los accionistas controladores y los minoritarios.

Finalmente, cabe señalar que en muchos países, las organizaciones empresariales han promovido manuales de buenas prácticas de gobiernos corporativos y divulgación de información. Sería conveniente observar en Chile prácticas similares por parte de nuestras organizaciones gremiales como forma adicional de dar impulso y relevancia a estos temas.

RANKING CHILE

Transparencia Corporativa en Chile 2012

Nº	IGPA	IPSA	EMPRESAS	SECTOR	ITC-12	ICC-12	IAC-12
1	SI	SÍ	MASISA	INDUSTRIAL/FORESTAL	82,3	84,2	100,0
2	SI	SÍ	BANCO SANTANDER	FINANCIERO	77,0	71,6	99,1
3	SI	SÍ	BCI	FINANCIERO	76,0	71,6	100,0
4	NO	NO	ANTOFAGASTA PLC	MINERO	75,5	72,1	81,9
5	SI	SÍ	ENDESA	ENERGÍA	72,2	68,7	100,0
6	SI	SÍ	ENERSIS	ENERGÍA	71,7	66,6	100,0
7	SI	SÍ	BANCO DE CHILE	FINANCIERO	69,7	73,0	100,0
8	SI	SÍ	LAN	TRANSPORTE	68,5	72,5	100,0
9	SI	SÍ	ECL	ENERGÍA	63,9	71,8	100,0
10	SI	SÍ	AQUACHILE	ALIMENTOS	63,4	72,3	99,0
11	SI	SÍ	AGUAS ANDINA	SANITARIAS	63,2	64,5	87,8
12	SI	SÍ	COPEC	INDUSTRIAL/FORESTAL	61,7	72,3	98,9
13	SI	NO	PEHUENCHE	ENERGÍA	60,5	62,1	100,0
14	SI	SÍ	CMPC	INDUSTRIAL/FORESTAL	59,8	68,7	98,9
15	SI	SÍ	ENTEL	TELECOMUNICACIONES	59,3	79,2	98,9
16	SI	SÍ	CONCHA Y TORO	VINOS/LICORES	58,6	76,0	100,0
17	SI	NO	CRUZBLANCA	FINANCIERO	55,4	77,2	100,0
18	SI	SÍ	COLBUN	ENERGÍA	55,4	73,0	100,0
19	SI	NO	MADECO	INDUSTRIAL	54,0	62,2	100,0
20	SI	NO	EMBONOR	ALIMENTOS/BEBIDAS	53,0	76,6	100,0
21	SI	SÍ	VAPORES (CSAV)	TRANSPORTE	52,1	55,2	100,0
22	SI	SÍ	FALABELLA	COMERCIO	51,8	79,4	100,0
23	SI	NO	ZOFRI	COMERCIO	51,6	55,5	79,3
24	SI	SÍ	CCU	ALIMENTOS/BEBIDAS	51,3	77,9	100,0
25	SI	SÍ	GENER	ENERGÍA	51,1	77,2	100,0
26	SI	SÍ	CENCOSUD	COMERCIO	51,1	80,8	100,0
27	SI	SÍ	CAP	INDUSTRIAL	50,8	73,7	98,8
28	SI	SÍ	ANDINA	ALIMENTOS/BEBIDAS	49,9	74,3	97,0
29	SI	NO	ENJOY	SERVICIOS	49,4	75,6	98,8
30	SI	SÍ	ANTARCHILE	HOLDING	49,2	77,2	100,0
31	SI	NO	BLUMAR	ALIMENTOS	48,9	73,0	100,0
32	SI	NO	CGE	ENERGÍA	48,4	74,5	98,6
33	SI	NO	VENTANAS	SERVICIOS	47,9	62,4	100,0
34	SI	NO	ESVAL	SANITARIAS	47,9	70,4	98,7
35	SI	SÍ	CORPBANCA	FINANCIERO	47,5	77,1	100,0
36	SI	NO	SOCOVELSA	CONSTRUCCIÓN	47,2	85,9	100,0
37	SI	NO	GASCO	ENERGÍA	47,2	76,5	100,0
38	SI	NO	CINTAC	INDUSTRIAL	47,0	71,9	100,0

Transparencia Corporativa en Chile 2012

Nº	IGPA	IPSA	EMPRESAS	SECTOR	ITC-12	ICC-12	IAC-12
39	SI	NO	ENAEX	INDUSTRIAL	47,0	76,2	100,0
40	SI	NO	CAMANCHACA	HOLDING	46,2	79,4	100,0
41	SI	NO	ALMENDRAL	HOLDING	46,0	76,4	100,0
42	SI	SÍ	QUIÑENCO	HOLDING	46,0	65,0	100,0
43	SI	SÍ	IAM	SANITARIAS	45,5	57,9	100,0
44	SI	NO	BANMEDICA	FINANCIERO	45,3	73,2	98,1
45	SI	SÍ	SIGDO KOPPERS	INDUSTRIAL	45,3	59,9	98,4
46	SI	NO	EDELPA	INDUSTRIAL	45,0	82,8	100,0
47	SI	NO	PASUR	FORESTAL	44,8	63,9	100,0
48	SI	SÍ	IANSA	ALIMENTOS/BEBIDAS	44,1	58,1	97,9
49	SI	NO	CUPRUM	FINANCIERO	44,1	78,2	100,0
50	SI	SÍ	CFR	QUÍMICA	43,8	81,2	100,0
51	SI	NO	FORUS	COMERCIO	43,8	78,7	100,0
52	SI	SÍ	BESALCO	CONSTRUCCIÓN	43,8	71,1	98,0
53	SI	NO	DETROIT	COMERCIO	43,1	76,2	100,0
54	SI	SÍ	RIPLEY	COMERCIO	42,9	70,1	100,0
55	SI	SÍ	SALFACORP	CONSTRUCCIÓN	42,9	70,4	100,0
56	SI	NO	ANDROMACO	QUÍMICA	42,9	78,7	100,0
57	SI	NO	EPERVA	ALIMENTOS	42,6	73,1	100,0
58	SI	NO	HITES	COMERCIO	42,6	69,8	97,9
59	SI	NO	SOMELA	INDUSTRIAL	42,1	78,0	100,0
60	SI	NO	AGUNSA	SERVICIOS	42,1	79,6	98,0
61	SI	NO	COPEVAL	FINANCIERO	41,9	81,4	100,0
62	SI	NO	AUSTRALIS	ALIMENTOS	41,6	77,5	100,0
63	SI	NO	HABITAT	FINANCIERO	41,2	83,7	100,0
64	SI	NO	SOQUICOM	COMERCIO	40,7	67,1	100,0
65	SI	NO	CRISTALERÍAS CHILE	HOLDING	40,2	75,5	100,0
66	SI	NO	SECURITY	FINANCIERO	40,0	72,3	100,0
67	SI	NO	SAN PEDRO	AGROINDUSTRIAL	39,7	76,3	99,4
68	SI	NO	CRUZADOS	SERVICIOS	39,7	80,9	100,0
69	SI	NO	CEMENTOS	CEMENTO	39,2	79,1	98,0
70	SI	NO	MINERA VALPARÁISO	HOLDING	38,7	65,9	100,0
71	SI	NO	SQM (SOQUIMICH)	INDUSTRIAL	38,7	69,2	98,2
72	SI	NO	ELECMETAL	INDUSTRIAL	38,5	75,4	100,0
73	SI	NO	INVERCAP	HOLDING	38,0	61,3	100,0
74	SI	NO	INTEROCEANICA (CCNI)	TRANSPORTE	37,8	72,5	100,0
75	SI	NO	PAZ	CONSTRUCCIÓN	37,8	77,0	100,0
76	SI	NO	LAS CONDES (CLÍNICA)	SERVICIOS	37,8	68,1	100,0
77	SI	SÍ	MULTIFOODS	ALIMENTOS	37,5	77,2	100,0
78	SI	NO	INVERMAR	ALIMENTOS	37,5	69,1	100,0
79	SI	NO	CAPITALES	FINANCIERO	37,3	86,3	100,0

Transparencia Corporativa en Chile 2012

Nº	IGPA	IPSA	EMPRESAS	SECTOR	ITC-12	ICC-12	IAC-12
80	SI	NO	PROVIDA	FINANCIERO	36,8	56,9	100,0
81	SI	NO	SCHWAGER	FORESTAL	36,8	76,3	100,0
82	SI	SÍ	SONDA	SOFTWARE	36,6	59,5	100,0
83	SI	NO	FOSFOROS	INDUSTRIAL	36,3	74,8	100,0
84	SI	NO	PUCOBRE	MINERO	36,1	59,6	100,0
85	SI	NO	CIC	INDUSTRIAL	35,8	79,8	100,0
86	SI	NO	CTI	INDUSTRIAL	35,1	79,5	100,0
87	SI	NO	TATTERSALL	AGRICULTURA	33,9	71,9	100,0
88	SI	NO	INDISA	SERVICIOS	33,4	73,2	100,0
89	SI	SÍ	MOLYMET	INDUSTRIAL	32,7	69,3	100,0
90	SI	NO	CAMPOS	HOLDING	32,2	82,2	100,0
91	SI	NO	NAVIERA (ULTRAMAR)	TRANSPORTE	31,7	71,5	100,0
92	SI	NO	CURAUMA	INMOBILIARIO	31,2	80,5	100,0
93	SI	NO	CEM	INDUSTRIAL	31,0	87,4	100,0
94	SI	NO	HIPERMARC (UNIMARC)	COMERCIO	30,3	91,8	100,0
95	SI	NO	BANVIDA	SEGUROS	29,8	72,2	100,0
96	SI	NO	POLPAICO (CEMENTO)	CEMENTO	28,3	64,2	96,7
97	SI	SÍ	PARQUE ARAUCO	INMOBILIARIO	27,8	42,4	72,7
98	SI	NO	BLANCO Y NEGRO	SERVICIOS	26,4	81,9	100,0
99	SI	SÍ	SM-CHILE	HOLDING	26,2	57,8	100,0
100	SI	NO	INDIVER	HOLDING	25,2	69,2	100,0
101	SI	SÍ	PILMAIQUEN	ENERGÍA	17,7	45,2	70,0
102	SI	NO	MARINSA	HOLDING	-	-	96,7
103	SI	NO	PACIFICO	HOLDING	-	-	100,0
104	SI	NO	NORTEGRANDE	INMOBILIARIO	-	-	100,0
105	SI	NO	ORO BLANCO	MINERO	-	-	100,0
106	SI	NO	AZUL AZUL	SERVICIOS	-	-	100,0

Fuente: I^dN Inteligencia de Negocios

ANEXOS

Compañías Globales 2012

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

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

Metodología

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

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

La verificación de los componentes relevantes se hizo por medio de la revisión de información existente en los sitios web de un grupo seleccionado de compañías globales¹¹, las cuales llevan a cabo una política de transparencia corporativa sustentada en las normas y recomendaciones internacionales. De este ejercicio se rescataron más de 80 atributos informativos, los cuales fueron agrupados de acuerdo a la afinidad del contenido o a su funcionalidad.

Los atributos fueron agrupados en seis determinantes, los cuales están en línea con los componentes de creación valor de una compañía, a saber: [1] presentación de la empresa y sus negocios, [2] gobierno corporativo, [3] información financiera, [4] información para el inversionista, [5] responsabilidad social y ambiental y [6] misceláneos [más detalles en la Tabla 3.1].

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

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

incluyen funcionalidades digitales que facilitan el acceso a los contenidos.

Entonces, el indicador de transparencia corporativa quedó definido como:

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

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

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

Tal que:

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

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

Marco Teórico de la Diversificación de Inversiones

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

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

Más técnicamente, la TMP supone que el retorno esperado de un activo se distribuye en forma normal

¹¹ Ver anexo.

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

Matemáticamente:

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

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

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

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

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

Marco Teórico de los Componentes de Valor

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

traduce en una mayor valoración bursátil] puede estructurarse desde el punto de vista de la teoría del Valor Económico Total [VET].

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

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

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

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

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

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

Modelo de Credibilidad

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

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

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

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

Los criterios aplicados al modelo de estimación del Índice de Credibilidad Corporativa, se muestra en la Tabla 3.2.

Tabla 3.2
Modelo de Credibilidad Corporativa

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

Fuente: IDN

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

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

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

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

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

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

$$CC = IN+IF+IA$$

Modelo de Actualización

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

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

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

Tal que:

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

En donde IAC_i corresponde al Índice de Información Actualizada de la empresa "i", ID_{i-n} es la Información Desactualizada de la empresa "i" en "n" periodos, e IT_i corresponde al total de la información presentada por la empresa "i".

Modelo de Sofisticación

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

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

Todos los contenidos se ponderaron por igual, aunque en el futuro se espera poder diferenciar los distintos tipos de contenidos por su grado de dificultad y relevancia.

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

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

En donde, GSC es el grado de sofisticación de los contenidos, C_i es la cantidad de información del contenido i , y en donde N_i , es la cantidad máxima de información solicitada al contenido i .

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

Bibliografía

- Almer, Bertil. Modern General Risk Theory: Risk Elements – Definitions and General Properties. Casualty Actuarial Society. Vol. 2, No.4. 1967.
- American Academy of Actuaries. Risk Classification Statement of Principles. Committee on Risk Classification. www.actuary.org
- Biblioteca del Congreso Nacional de Chile. Ley de Mercado de Valores N° 18.045 [22 de octubre de 1981] y sus posteriores modificaciones.
- Biblioteca del Congreso Nacional de Chile. Ley de Sociedades Anónimas N° 18.046 [22 de octubre de 1981] y sus posteriores modificaciones.
- Biblioteca del Congreso Nacional de Chile. Ley de Transparencia de la Función Pública N° 20.285 [28 de agosto de 2008].
- Bolsa de Comercio de Santiago. Manual de Derechos y Obligaciones de Emisores. Marzo 1988. Actualizado el 23 de septiembre de 2010.
- Bovespa. Procedimentos para Registro de Companhias na BOVESPA. Gerência de Desenvolvimento de Empresas. 2010.
- Bovespa. Novo Mercado. Governança Corporativa. Maio 2009. www.bmfbovespa.com.br
- Economiesuisse. Swiss code of best practice for corporate governance. July 2002. www.economiesuisse.ch
- Financial Reporting Council. The Combined Code on Corporate Governance, June 2008. United Kingdom.
- Finger, Robert J., Risk Classification [Chapter 6]. Foundations of Casualty Actuarial Sciences, 4th edition Casualty Actuarial Society - Arlington, Virginia 2001: 4th edition. 287-342.
- German Government Commission. German Corporate Governance Code.. May 2010 [as amended].
- Global Reporting Initiative. G3 Guidelines, 2006. www.gri.org
- Hoehn, John P. and Alan Randall. 1987. "A Satisfactory Benefit-Cost Indicator from Contingent Valuation," Journal of Environmental Economics and Management, 14: 226-247.
- Hull, John; Predescu, Mirela and White, Alan. "The relationship between credit default swaps spreads, bonds yields, and credit rating announcements. Joseph L. Rotman School of Management, U. of Toronto, 105 St. George Street, Toronto, ON M5S 3E6, Canada.
- Kelliher, P.O.J., D. Wilmot, J.Vij and P.J.M.Klumpes. Risk Classification Working Paper. A Common Risk Classification System for the Actuarial Profession. [Version 3.3 Completed 6th January 2011].
- Krutilla J.V. and Fisher A.C., 1985. "The Economics of Natural Environments: Studies in the Valuation of Commodity and Amenity Resources". Washington, Resources for the Future.
- Long, John D.; "Soft Spots in Insurance Theory," Issuc-s in Insurance. Vol. II, American Institute for Property and Liability Underwriters. 1978.
- Markowitz, H.M. [March 1952]. "Portfolio Selection". The Journal of Finance 7 [1]: 77–91.
- Markowitz, H.M. [1959]. "Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments". New York: John Wiley & Sons. <http://cowles.econ.yale.edu/P/cm/m16/index.htm> [Reprinted by Yale University Press, 1970, ISBN 978-0300013726; 2nd ed. Basil Blackwell, 1991, ISBN 978-1557861085].
- OCDE. Principios de Gobiernos Corporativos de la OCDE, 2004. Traducción.
- ONU. Orientación sobre Buenas Prácticas para la Presentación de Información sobre la Gobernanza de las Empresas. Septiembre 2005. www.un.org/es
- Peterson, George L. & Swanson, Cindy Sorg. & Rocky Mountain Forest and Range Experiment Station [Fort Collins, Colo.]. "Toward the measurement of total economic value". 1987.
- Randall, A. [1987] "Resource Economics: An Economic Approach to Natural Resource and Environmental Policy", 2nd Edition, New York: John Wiley and Sons.

- Randall, Alan. "Total Economic Value as a Basis for Policy". Department of Agricultural Economics and Rural Sociology, The Ohio State University, Columbus, Ohio 43210, USA. 1987.
- Richard G. Woll, "A Study of Risk Assessment," PCAS LXVI. 1979.
- Sharpe, William F. [1964]. "Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk". Journal of Finance 19 [3]: 425-442.
- South Korea, Republic of. Code of Best Practice for Corporate Governance, September 1999.
- Stanford Research Institute. The Role of Risk Classification in Property and Casualty Insurance. Final Report, May 1976.
- Superintendencia de AFP [Chile]. Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones. www.safp.cl
- The Conference Board. "Corporate Governance Best Practices: A Blueprint for the Post-Enron Era". By Carolyn Kay Brancato and Christian A. Plath. 2003.
- The Institute of Chartered Accountants in England and Wales. Internal Control: Guidance for Directors of the Combined Code. London: Accountancy Books, 1999.
- Tobin, James [1958]. "Liquidity preference as behavior towards risk". The Review of Economic Studies 25 [2]: 65-86.
- Toronto Stock Exchange. Corporate Governance: A guide of good disclosure. 2003. www.tmx.com
- Transparency International. Transparency in Corporate Reporting: Assessing the World's Largest Companies. 2012. www.transparency.org/
- United Nations. Guidance on Good Practices in Corporate Governance Disclosure. New York and Geneva 2006.
- U.K. Parliament. The Financial Services and Markets Act 2000. www.legislation.gov.uk y www.statulaw.gov.uk
- U.K. Parliament. The National Archives of the UK Legislation. Bribery Act 2010. www.legislation.gov.uk
- U.S. Government Printing Office. Public Law 107-204. Sarbanes-Oxley Act of 2002. www.gpo.gov
- U.S. Stocks Exchange Commission. Rules and Regulations for the Securities and Exchange Commission and Major Securities Laws. www.sec.gov/about/laws/secrulesregs.htm
- Walker Working Group. Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity. Nov-2007. www.walker-qmg.co.uk/

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

I^oN Inteligencia de Negocios
Holanda 672, of. 402, Providencia, Santiago de Chile
www.inteldenegocios.cl

Facultad de Comunicaciones de la Universidad del Desarrollo
Av. La Plaza 700, Las Condes, Santiago de Chile
www.udd.cl

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

Agosto de 2012
Edición Digital¹²

¹² Esta publicación se encuentra protegida por la Ley N° 17.336 sobre Propiedad Intelectual. Su reproducción está prohibida sin la debida autorización de Chile Transparente, I^oN Inteligencia de Negocios, Facultad de Comunicaciones de la Universidad del Desarrollo y KPMG Chile. Es lícita la reproducción de fragmentos, siempre y cuando se mencionen su fuente, título y autor.