

CAPÍTULO 12

Los Gatekeepers y su papel en el Gobierno Corporativo Iberoamericano. Auditores, Proxy Advisors, Bancos de Inversión, Agencias de Rating

Paola Gutiérrez Velandía,
Directora de Georgeson para España y Latam

Ramón Abella Rubio
Socio de PwC

1. INTRODUCCIÓN
2. LOS GATEKEEPERS DENOMINADOS COMO PROXYS
 - 2.1. *Los Proxy Solicitors*
 - 2.2. *Los Investment Advisors* o *Asset Owners* (Accionistas o Inversores)
 - 2.3. *Los Proxy Advisors* o Firmas Asesoras de Voto
3. EL PAPEL DE LAS FIRMAS DE AUDITORÍA EN LA GENERACIÓN DE CONFIANZA DE LOS STAKEHOLDERS
 - 3.1. Situación de los países iberoamericanos en relación con la Auditoría
 - 3.2. Independencia de los auditores
 - 3.3. Palancas clave para que las firmas auditoras maximicen el valor de las compañías
 - 3.4. Conclusiones con respecto al papel de las firmas de Auditoría
4. EL PAPEL DE LOS BANCOS DE INVERSIÓN EN LA MEJORA DEL GOBIERNO CORPORATIVO
 - 4.1. Principios de Gobierno Corporativo en el sector de la banca de inversión
 - 4.2. Conclusiones con respecto a los Bancos de Inversión
5. UNA MIRADA A LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN EN IBEROAMÉRICA

■ 1. INTRODUCCIÓN

Las economías emergentes han llevado a cabo esfuerzos dirigidos a mitigar los efectos de aquellos factores, que distancian a sus empresas de la inversión extranjera de portafolio. Es irrefutable que la poca profundidad de los mercados de valores y la necesidad de algunas compañías de concentrar el capital ha marginado al menos en lo que se refiere al *equity*, a algunas sociedades de fuentes de apalancamiento importantes como lo son los inversores institucionales.

El miedo al riesgo sistémico derivado de las crisis de 2001 y 2008, tanto en Europa como en Estados Unidos, aunado al crecimiento gradual de las economías en crecimiento, tanto en Latinoamérica como en Asia, ha impulsado a inversores a acometer un proceso de diversificación geográfica para evitar lo que se denomina el riesgo sistémico, igualmente ha impulsado a las principales sociedades cotizadas a nivel mundial a no concentrar sus negocios en sus lugares de origen.

La conformación del MILA, el Mercado Integrado Latinoamericano¹, y los tratados de libre comercio que han precedido su conformación suscritos por los diversos países que hacen parte del mismo, otorgan una estabilidad mínima requerida a la inversión extranjera directa e indirecta necesaria que es, en nuestro concepto, la semilla de lo que hoy estamos evidenciando.

Lo cierto es que hoy el Gobierno Corporativo ha dejado de ser una herramienta para Latinoamérica estrictamente dirigida a empresas familiares o estatales. Las sociedades del mercado de valores comienzan a tomar en consideración lo que su capital flotante tiene que decir aunque sea insípido aún, capital que empieza a hablar y hablar con fuerza. El capital flotante salvo en Brasil tiende a moverse entre el 20 y 10 por ciento del capital social de las compañías en Latinoamérica, pero parece existir una tendencia moderada a incrementar. También están los bonistas, aquellos que de vez en cuando deben pronunciarse en circunstancias puntuales y para lo cual se requiere su aprobación con quórums reforzados y con quienes también debería tenerse idealmente un diálogo fluido no exclusivamente sobre aspecto estrictamente financieros

1. El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) es el resultado del acuerdo firmado entre la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Valores de Lima, así como de Deceval, DCV, y Cavali, que iniciaron en 2009 el proceso de creación de un mercado regional para la negociación de títulos de renta variable de los tres países.

En 2014, México ingreso de manera oficial al MILA. Con la incorporación de México, se suman al MILA 136 nuevas emisoras mexicanas, hasta alcanzar un total de más de 780 valores entre los cuatro países. De esta forma, el MILA se convierte en el primer mercado por número de compañías listadas en América Latina, y el primero en tamaño de capitalización bursátil (el valor conjunto de las cuatro plazas supera los 1,1 billones de dólares), de acuerdo a la Federación Mundial de Bolsas (WFE).

sino también sobre temas de Gobierno Corporativo, en particular estos tenedores de títulos cuyos derechos políticos se ejercen solo de forma excepcional. ¿A que nos lleva esto?, a lo siguiente:

- 1) Las sociedades en Latinoamérica y en especial, México, Colombia, Perú, Chile y Brasil comienzan a necesitar conocer quiénes son sus accionistas y bonistas.
- 2) Las sociedades comienzan a necesitar conocer cuál es el perfil de los titulares reales de las acciones o bonos, detectar si son activos o pasivos y sobre todo si toman en consideración aspectos relativos al Gobierno Corporativo.
- 3) Los inversores comienzan a interesarse a invertir cada vez más en sociedades de los mercados enunciados en el punto uno, y su comportamiento con dichas sociedades puede ser definidos por dos parámetros: el desempeño financiero y las prácticas de Gobierno Corporativo.
- 4) Las sociedades comienzan a interesarse sobre el nivel de apoyo del capital flotante de en las Asambleas de Accionistas o Juntas Generales de Accionistas según se denomine en cada país.

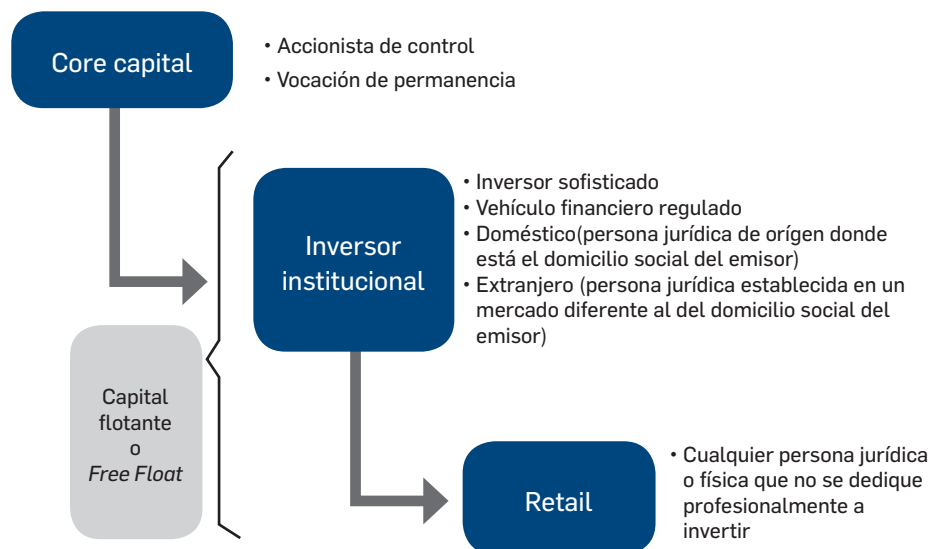
Los *gatekeepers* más conocidos, tal vez por su trayectoria mediática, son las ONG's relacionadas con aspectos relativos a la responsabilidad social y los sindicatos, pero que tienen poca influencia directa sobre el sentido del voto del inversor institucional. En este sentido, son legendarios en los mercados desarrollados los siguientes *gatekeepers* que hoy se van mimetizando en Latinoamérica sin mayor ruido pero con gran influencia:

- 1) Los Proxy Solicitors
- 2) Los Proxy Advisor
- 3) Los Auditores
- 4) Los Bancos de Inversión
- 5) Las Agencias de Rating

Tal vez los tres últimos sean los más conocidos de nombre pero su actividad solo se suele conocer a profundidad por los mismos actores del mercado, cuando en la realidad su papel es de gran complejidad superado solo por su grado de importancia, como se explicará en la segunda parte de éste capítulo.

■ 2. LOS GATEKEEPERS DENOMINADOS COMO PROXYS

Para poder explicar quiénes son estos sujetos en los mercados, es preciso explicar el tipo de accionistas que entran en juego en los mercados de valores.



2.1. Los Proxy Solicitors

Los *Proxy Solicitors*, son compañías que actúan de bisagra entre el capital flotante y, muy particularmente, entre los inversores institucionales y las sociedades cotizadas alrededor del mundo. Sin embargo, las campañas sobre el tramo *retail* se hacen con gran frecuencia en Europa y probablemente son las que mayor impacto tienen.

Las compañías más grandes e importantes de esta naturaleza, como Georgeson, cuentan con un departamento de *market intelligence & corporate governance* que identifica el accionariado de las sociedades, ya que es difícil para las sociedades cotizadas identificar quiénes son sus accionistas reales, y suelen saber quiénes son los fondos o los custodios.

Si son sociedades que llevan el libro de registro generalmente suelen saber quién es el fondo pero no quién es el *Investment Advisor* que es al final quién decide cómo se toma la decisión de votar en una Junta o Asamblea General de Accionista. Si la sociedad utiliza acciones al portador, lo que suele ver es al custodio que tiene en su poder las acciones, pero no al beneficiario de dichas acciones que es quién retiene la autoridad de voto. El custodio o quien lleva el libro de registro es entonces quien enseña una fotografía parcial de la estructura de propiedad, pero no detentan ninguna autoridad sobre los derechos políticos, ni puede identificar quién retiene dichos derechos. Si la empresa cuenta con accionistas chinos, alemanes o árabes las cuestiones relacionadas con el Gobierno Corporativo o la RSC no van a tener mucho peso; puede

darse el caso, por ejemplo, que aunque en el accionariado se cuente con inversores alemanes que suelen ser muy partidarios de la RSC no tienen por costumbre votar en la Juntas o Asambleas fuera de su jurisdicción, siendo muy pasivos en términos generales debido a los costes asociados de votar en jurisdicciones diferentes.

Las cuestiones sociales y medioambientales no son elementos que determinan el sentido del voto por el momento, mientras que los temas relativos al gobierno Corporativo sí, como los relacionados con la propuesta de remuneraciones o nombramiento de Directores, Consejeros o miembros de Juntas Directivas según se denominan en cada país de Latinoamérica. .

Ya hay casos en Latinoamérica en donde hemos visto gran actividad de los inversores domésticos, como ha sido el caso de la ampliación de capital de Enersis, donde al final se llegó a un acuerdo con las AFP, y en el año 2014 Sociedades Cascadas en ese mismo país que, aunque no llegó a una *proxy fight*, el caso se desenvuelve en las cortes. En Colombia, el caso de Interbolsa ha generado todo un cuestionamiento sobre la necesidad de un mayor nivel de pragmatismo a la hora de implementar estándares de Gobierno Corporativo.

Lo que es una evidencia irrefutable, además de los casos concretos, es el nivel de voto en contra del escaso nivel de free-float extranjero que incide en la reputación de las compañías y de las recomendaciones en contra de los *Proxy Advisors* sobre los puntos del orden del día de las Agendas. Uno de los temas en que los reguladores latinoamericanos deberían comenzar a analizar, es el de obligar a las sociedades a revelar en sus páginas web el nivel de votos a favor, en contra y abstenciones para cada uno de los puntos que se han puesto a disposición para que los accionistas voten en las Juntas o Asambleas de Accionistas.

Los *Proxy Solicitors* ayudan a las compañías a:

- Identificar a los *Investment advisors o Asset owners* que retienen la autoridad de voto.
- Incrementar la participación de los accionistas elevando el quorum.
- Definir el perfil del accionariado. Las sociedades deben tomar en consideración que existe una variedad importante de inversores que no se comportan simétricamente frente a los temas de Gobierno Corporativo, ni siquiera sobre su intención de participación en las Juntas o Asambleas Generales de Accionistas.
- Ayudar a las compañías a identificar las desviaciones entre sus prácticas y lo que piden sus accionistas en temas de Gobierno Corporativo.
- Ayudar a las compañías a poner en práctica el *comply-or-explain* verdadero. Cada vez hay menor tolerancia por parte de los inversores a que las sociedades

al no cumplir un estándar internacionalmente aceptado, respondan con que las prácticas que han adoptado se ajustan a derecho. Si bien es cierto la premisa del Gobierno Corporativo es *one-size-doesnt-fit-all*, los inversores entienden que lo mínimo con lo deben cumplir las sociedades que están en su portafolio es el *compliance*. Pero la desviación a una práctica internacional debe estar robustamente justificada.

- Ayudar a realizar a las compañías un *governance story*. Si bien es importante reconocer el esfuerzo de las autoridades por mejorar el nivel de revelación de información que las sociedades cotizadas emiten al mercado, lo cierto es que los inversores en ocasiones encuentran que estos informes son confusos y no permiten al inversor realizar un análisis profundo y depender estrictamente del *Proxy Advisor*.
- Ayudar a la compañía a establecer un diálogo con los inversores-*engagement* y *Proxy Advisors*. Los resultados de la temporada de la Junta General de Accionistas nos hace concluir que el impacto de los *Proxy Advisors* depende del nivel de esfuerzo que cada compañía invierta en el diálogo con los inversores extranjeros.

2.2. Los *Investment Advisors* o *Asset Owners* (Accionistas o Inversores)

Dentro de esta tipología, existen inversores que votan con el *management* automáticamente, otros por política se abstienen de acudir a las Juntas de Accionistas como SAFE (Fondo soberano de China) o Lyxor (Fondo Francés), asimismo y como piedra fundamental de éste epígrafe se encuentran los *Investment Advisors* o inversores que ejercen lo que se denomina el *stweership* o la propiedad responsable. Son inversores que cuentan con departamentos robustos de Gobierno Corporativo que les permiten llevar a cabo un análisis profundo del sistema de pesos y contra-pesos de la compañía en relación con la estructura de control y administración de las sociedades que hacen parte de su portafolio. Es decir, con base en el Gobierno Corporativo de la sociedad cotizada analizada, y sus propias políticas y estándares de Gobierno Corporativo, definen como van a votar en una Junta o Asamblea General de Accionistas.

Estos departamentos se denominan los *Proxy Voting Teams* y emiten una opinión independiente que, en algunas ocasiones, se comparte con el equipo que administra el portafolio y los encargados de temas relacionados con la inversión socialmente responsable.

Cuando las participaciones son más pequeñas, es decir, el porcentaje del capital en la sociedad cotizada no es muy relevante su decisión frente a cómo votar suele, aunque no siempre, depender altamente de las recomendaciones de los *Proxy Advisors*.

Existe lo que se denomina el Activista puro y duro, cuyo propósito es generar controversia dentro de las sociedades cotizadas generalmente con capacidad de aglutinar otros inversores generando *proxy fights*.

La geografía también es importante, vemos como los inversores en EE.UU tienen a ser más flexibles en temas, por ejemplo, relativos al *CEO/Chairman* frente a inversores franceses donde el estándar está inmerso en su ADN. Construir el mapa de inversores y definir su perfil, es fundamental para las sociedades cotizadas.

2.3. Los *Proxy Advisors* o Firmas Asesoras de Voto

Una de las figuras que mayor atención ha conseguido por parte de las sociedades cotizadas en los últimos años es la de los *Proxy Advisors*² o Firmas asesoras de voto. Estas sociedades tienen como objetivo principal analizar las Agenda de las Juntas o Asambleas Generales de Accionistas, y emitir un Informe de recomendaciones. Dicho Informe recomienda a los inversores cuáles de las propuestas realizadas por los Directorios o Juntas Directivas, deberían ser votadas a favor, en contra o merecerían una abstención.

Estudian el Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas o emisores y con base en unos estándares preestablecidos, recomiendan a los inversores institucionales como deben votar ya sea en una Junta o Asamblea General Ordinaria de Accionistas, una Junta Extraordinaria de Accionistas o una Operación Corporativa puntual.

Esencialmente, el cliente principal de las firmas de asesoría de voto son los inversores institucionales que, por su naturaleza, suelen votar en las Juntas o Asambleas Generales de Accionistas que se llevan a cabo fuera de su lugar de origen. Durante la temporada de Juntas de Accionistas que internacionalmente se denomina *Proxy Season*, un solo inversor puede tener que llegar a votar hasta en más 15.000 sociedades cotizadas o emisores durante un corto periodo de tiempo (entre 2-4 meses). La función de la firma asesora de voto o *Proxy Advisor* es la de facilitar el análisis de la sociedades que hacen parte del portafolio del inversor e identificar los principales riesgos de Gobierno Corporativo en cada una de ellas, según lo que aquellas consideren como mejores prácticas.

Algunas firmas asesoras de voto prestan servicios de otra naturaleza dirigidos también a inversores como plataformas de votos. Es decir, que a través dichas plataformas se puede

2. Los *Proxy Advisors* son personas jurídicas independientes que, por mandato de los inversores institucionales extranjeros, analizan globalmente los mercados y a empresas particulares, emitiendo recomendaciones basadas en sus propias guías de Gobierno Corporativo. Los inversores extranjeros suelen seguir sus recomendaciones de forma sistemática, particularmente cuando se trata en mercados diferentes al del origen del inversor.

ejercer el derecho de voto a distancia. Un mecanismo que funciona con mayor eficiencia en mercados como el de EE.UU y Europa, dada la dificultad que se contempla en algunas jurisdicciones de Latinoamérica en donde, por ejemplo, se solicita un Poder para ejercer dicho derecho, algo absolutamente anacrónico y que va en contravía del principio básico del derecho de los accionistas a que el ejercicio de los derechos políticos no debería suponer ningún coste adicional para aquellos, como es el caso de Perú y Brasil.

En otra esfera, algunas de estas firmas prestan servicios a sociedades cotizadas que se podrían denominar como Consultoría en materia de Gobierno Corporativo.

Las firmas de asesoría de voto más relevantes que tienen alrededor del 70% del mercado, tienen dos características fundamentales:

- 1) Cuentan con políticas de voto adaptadas a cada región segmentando los mercados de Estados Unidos; Reino Unido; Europa; Asia y economías emergentes³.
- 2) Los inversores tienen la posibilidad de solicitar a dichas firmas, que el análisis y recomendaciones se realicen con base en sus propias políticas de Gobierno Corporativo (*Proxy Voting Guidelines*).

Las Políticas de voto se construyen tomando en consideración, diversas fuentes como los estándares de Gobierno Corporativo que exigen sus clientes (inversores institucionales), los Códigos Regionales de Mejores Prácticas locales, y pautas recomendadas por los diversos organismos multilaterales.

Una vez convocada una Junta o Asamblea de Accionistas, o se notifique al mercado de una operación estratégica, los analistas responsables al interior de la firma comienzan a analizar los puntos o propuestas que se someterán a aprobación de los accionistas. Con base en el nivel de información que se ofrezca sobre estos eventos corporativos, y el nivel de cumplimiento que la sociedad objeto de análisis tenga, el analista tras un proceso de consulta interno emitirá el informe de recomendaciones.

Dicho informe de recomendaciones se pone a disposición de los inversores institucionales aproximadamente 15 días después del anuncio del evento corporativo. El inversor es quien decide finalmente si hace suyas las recomendaciones de la firma de asesoría de voto, o se desliga de ellas votando en un sentido diferente.

Una vez tomada la decisión sobre el sentido del voto, es decir, si se vota a favor, en contra o se abstiene sobre los temas a ser sometidos a juicio de los accionistas, el

3. Las dos firmas más importantes que son ISS y Glass Lewis, y cuentan con políticas específicas para Latinoamérica.

inversor emite una instrucción de voto a través de generalmente de la cadena de custodia, la plataforma de voto, o en el caso de Latinoamérica ordinariamente emitiendo un poder dando a conocer al emisor como va a votar en la operación corporativo en cada punto de la Agenda.

Las áreas que cubren los *Proxy Advisors* son primordialmente todas aquellas contempladas en los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE de 2004.

- 1) **Derechos y Trato Equitativo de los accionistas:** especialmente cautelosos en evitar apoyar propuestas que puedan diluir la participación de los accionistas, salvaguardar el principio de una acción y un voto y protejan el derecho de acceso a información y toma decisiones.
- 2) **Directorio o Juntas Directivas:** sus políticas de voto establecen salvaguardar el balance de poderes entre los administradores y los ejecutivos, mantener un nivel adecuado de independencia, cerciorarse de que las Comisiones clave de la Junta Directiva o Directorio como las de Auditoría, Nombramientos y Retribuciones estén compuestas por miembros apropiados y que se cumplan las funciones de supervisión, control y estrategia del órgano de administración.
- 3) **Transparencia y Revelación de Información:** en especial cuidan de garantizar que el auditor externo sea independientes y que los mecanismos de administración de riesgos y control y auditoría externa sean adecuados.
- 4) **Retribuciones:** en este aspecto la firma asesora de voto analiza si las sociedades cuentan con un sistema retributivo congruente con la sostenibilidad de largo plazo de la sociedad. Se analiza que los miembros externos independientes no vean comprometida su independencia debido a su esquema retributivo, que no existan incentivos perversos para los ejecutivos y limitar las indemnizaciones a los ejecutivos entre otros muchos aspectos. En resumen, buscan que la retribución de largo y corto plazo, tanto fija como variable, sea un mecanismo que incentive la retención de capital humano calificado y se limiten las retribuciones excesivas.

Estas firmas asesoras de voto tienen un mayor ascendiente sobre inversores institucionales activos en materia de Gobierno Corporativo, que suelen ejercer el voto transfronterizo y que están concentrados sustancialmente en Estados Unidos, Reino Unido, Francia, Noruega, Suecia, Bélgica y Holanda.

El impacto sobre los votos favorables o contrarios a los temas a ser sometidos a aprobación obtenidos por una sociedad cotizada, dependerá exclusivamente de la composición de su accionariado. Una sociedad que tenga un mayor nivel de capital flotante, mayor penetración de inversión extranjera, y cuente con la presencia de inversores activos en materia de Gobierno Corporativo, será más permeable a las recomendaciones de las firmas asesoras de voto.

Los principales *Proxy Advisors* que hay en el mercado son los siguientes:

- 1) INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES (ISS): <http://www.issgovernance.com/>
- 2) GLASS, LEWIS & CO.: <http://www.glasslewis.com/>
- 3) PROXINVEST: <http://www.proxinvest.com>
- 4) MANIFEST: <http://www.manifest.co.uk/>
- 5) PIRC: <http://publicinterest.org.uk/>
- 6) IVOX: <http://ivox-europe.com/>

En 2012, ESMA⁴ emitió una Consulta Pública convocando a los grupos de interés para que se pronunciaran sobre la necesidad de tomar medidas a nivel europeo dirigidas a mitigar los riesgos asociados al papel de las firmas asesoras de voto. Tras la consulta, ESMA ha decidido promover la autorregulación de la industria a través de la elaboración de un Código de Conducta Marco (CoC). Las disposiciones del CoC ya se han dado a conocer⁵. Por su lado, Estados Unidos a través de su regulador la *Securities and Exchange Commission* (SEC) ha emitido una Guía estableciendo una serie de sugerencias para fortalecer la transparencia y efectividad de estas firmas⁶.

¿Cómo se ha comportado el principal *proxy advisor* ISS cuya cuota de mercado es de casi el 80% del mercado frente a las sociedades cotizadas en los principales mercados en Latinoamérica?

Georgeson ha analizado las recomendaciones realizadas sobre las sociedades de mayor capitalización bursátil en Chile, Perú, Colombia, México y Brasil, en resumen, esto fue lo que encontramos:

Evolución de recomendaciones negativas 2013 vs 2014

- **Elección y/o reelección de Directores o miembros de Junta Directiva:** el 14.96%⁷ de los candidatos recibieron una recomendación negativa en 2014 vs 30.30%⁸ en 2013.

4. European Securities and Markets Authority (ESMA) es la Autoridad Europea Supervisora, que sustituyó al Comité Europeo de Valores (CESR) en 2011. La nueva arquitectura supervisora de la Unión Europea está integrada por el Sistema Europeo de Supervisión Financiera o European System of Financial Supervision (ESFS) del que forman parte la propia Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y, además, la Junta Europea de Riesgo Sistémico o European Systemic Risk Board (ESRB), la Autoridad Bancaria Europea o European Banking Authority (EBA), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones o European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) y las Autoridades Competentes de supervisión de los Estados Miembros.

5. <http://bppgrp.info/>

6. <http://www.sec.gov/interps/legal/cfslb20.htm>

7. 38 de 254 candidatos recibieron una recomendación negativa en 2014.

8. 50 de 165 candidatos recibieron una recomendación negativa en 2013.

- **Otros Asuntos:** Los inversores debido a que votan a distancia suelen rechazar cualquier punto de la Agenda que se refiera a “otros puntos del día”, ya que no pueden obtener sobre esto información con suficiente antelación y, por ende, no pueden tomar decisiones informadas, por tanto, así sea en latinoamérica un asunto generalmente formal, todos los *Proxy Advisors*, e inversores institucionales extranjeros, rechazan de plano la inclusión de estos puntos en la agenda y votarán y/o recomendarán siempre en contra. Todas las propuestas bajo este tema han sido recomendadas negativamente tanto este año (32) como en 2013 (38).
- **Puntos conjuntos/Bundled:** Uno de los principales temas que toman en consideración inversores y *Proxy Advisors*, es que cada punto se vote por separado. Es frecuente encontrar en Latinoamérica que varios temas se voten en un mismo punto de la Agenda, como por ejemplo la elección de todos los miembros de la Junta Directiva y el Directorio más su remuneración o los Estados financieros. Esto automáticamente, al igual que en el punto anterior, provocará el rechazo de plano del punto a someter a votación, y los inversores votarán en contra y los *Proxy Advisors* recomendarán en el mismo sentido. Así es como encontramos que el 42.19% de los puntos de la Agenda en 2014 (27 de 64) fueron recomendados en contra vs 35.9% en 2013 (28 de 78), por estos motivos.

Chile

Han sido consideradas 16 empresas en el análisis del mercado chileno. Estas son: AES Gener S.A., AntarChile S.A., Banco de Crédito e Inversiones (BCI), Banco Santander Chile, Compañía Cervecerías Unidas S.A., Cencosud S.A., Banco de Chile, Empresas CMPC S.A., Empresas Copec S.A., CorpBanca, Empresa Nacional de Electricidad S.A. Endesa, Enersis S.A., S.A.C.I. Falabella, LATAM Airlines Group S.A., Sociedad Matriz SAAM S.A., y Sociedad Química y Minera de Chile S.A. SQM.

A continuación se presenta una tabla con el análisis de los temas mencionados:

Chile: número de propuestas con recomendaciones a Favor y en Contra por tema
Directores y Otros Asuntos

Chile	2014		2013	
N. Empresas	16		16	
Proxy Advisor	F	C	F	C
Dividendo	25	1	26	0
Capital	3	1	9	3
Remuneración	44	0	38	0
Auditoría	21	2	28	0
Consejeros	27	5	2	11
Finanzas	21	0	8	0
Otros Asuntos	0	17	0	18
Puntos Conjuntos	6	0	18	2

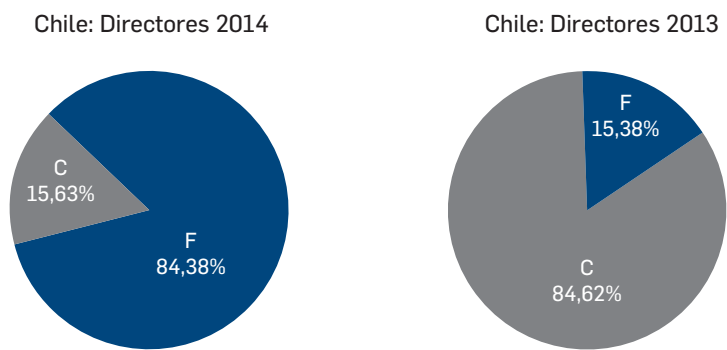
Chile: porcentaje de recomendaciones a Favor y en Contra por tema
Directores y Otros Asuntos

Chile	2014		2013	
N. Empresas	16		16	
ISS	F	C	F	C
Dividendo	96,15%	3,85%	100,00%	0,00%
Capital	75,00%	25,00%	75,00%	25,00%
Remuneración	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Auditoría	91,30%	8,70%	100,00%	0,00%
Consejeros	84,38%	15,63%	15,38%	84,62%
Finanzas	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Otros Asuntos	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%
Puntos Conjuntos	100,00%	0,00%	90,00%	10,00%

Se observa que los temas en los cuales ha habido mayor peso de recomendaciones negativas son los Directores y Otros Asuntos. Relevante señalar que se observa una mejoría general en las recomendaciones de voto por parte del *proxy advisor* de referencia en 2014.

- Directores

Recomendaciones de voto por parte del *Proxy Advisor* de referencia



En 2014, de 32 propuestas relativas al tema de la elección, reelección y ratificación de Directores, 5 propuestas han recibido recomendaciones no favorables por parte del *proxy advisor* de referencia (15.63%). Esta tendencia es absolutamente opuesta a 2013, ya que de 13 propuestas, 11 habían recibido una recomendación de voto no favorable (84.62%).

Chile se caracteriza por la estabilidad jurídica e iniciativas en temas de Gobierno Corporativo, y ha conservado la tendencia a destacarse frente a otros países hermanos en esta materia.

La regulación proferida en el año 2009⁹ ha fortalecido de manera importante el régimen de la transparencia y revelación de información, particularmente, en aquellos aspectos relativos a las Juntas Generales de Accionistas. Esta normatividad ha incentivado que los emisores emitan con mayor disciplina los denominados "*Proxy Statements*", es decir, la información relativa a las propuestas de resoluciones para las Juntas Generales de Accionistas.

En materia de voto se han visualizado avances, por ejemplo, los custodios podrán votar los valores bajo su custodia únicamente si han sido autorizados expresamente

9. Ley 20.382

para ello por el titular al momento de constituirse la referida custodia. En caso de no contar con dicha autorización, sólo podrán votar si han requerido instrucciones específicas al titular y en aquellos temas respecto de los cuales efectivamente las hubieren recibido.

Se incluye con esto la posibilidad de fraccionar el voto, incluso para temas como la elección de Consejeros, pudiendo llevar a cabo instrucciones de sus clientes, aun cuando no vayan en el mismo sentido.

Asimismo, Chile ha establecido la obligatoriedad de revelar los datos de las votaciones para cada uno de los puntos contemplado en el orden del día.

- **Otros Asuntos**

Como se ha presentado en la tabla anterior, la totalidad de las propuestas bajo la clasificación "Otros Asuntos" ha recibido recomendaciones de voto No Favorables.

Desafortunadamente en Chile, a pesar de los esfuerzos y grandes evoluciones que se han materializado en un nivel de activismo accionarial acaecido por preocupaciones relativas a temas de Gobierno Corporativo por parte de inversores domésticos y extranjeros, se mantiene la práctica de dejar temas abiertos en las Agendas de las Juntas o Asambleas de Accionistas. Como es de esperarse, y ya se ha explicado anteriormente, es un tema que se penaliza por parte de los *Proxy Advisors*, dada la problemática que podría surgir en un asunto a someter a aprobación de los accionistas, vinculante pero del cual no cuenta con información previa. El cien por cien de las sociedades analizadas incluyeron "otros asuntos" en las Agendas.

Perú

Han sido consideradas 11 empresas en el análisis del mercado peruano: Alicorp S.A.A., Banco de Crédito del Perú, BBVA Banco Continental S.A., Cementos Pacasmayo S.A.A., Compañía Minera Milpo S.A.A., Ferreycorp S.A.A., Grana Y Montero SAA, Refinería La Pampilla S.A.A Relapa, Sociedad Minera Cerro Verde SA, Unión Andina de Cementos S.A.A. (UNACEM) y Volcan Compañía Minera S.A.A.

Perú: número de propuestas con recomendaciones a Favor y en Contra por tema
Directores y Puntos Conjuntos

Perú	2014		2013	
N. Empresas	11		10	
Proxy Advisor	F	C	F	C
Dividendo	6	1	6	0
Capital	0	1	1	2
Remuneración	3	0	3	0
Auditoría	14	0	11	0
Directores	28	3	0	2
Finanzas	9	0	2	0
Otros Asuntos				
Puntos Conjuntos	6	2	9	2

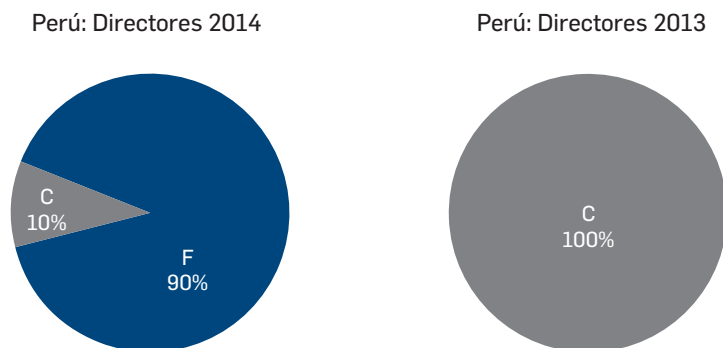
Perú: porcentaje de recomendaciones a Favor y en Contra por tema
Directores y Puntos Conjuntos

Perú	2014		2013	
N. Empresas	11		10	
Proxy Advisor	F	C	F	C
Dividendo	85,71%	14,29%	100,00%	0,00%
Capital	0,00%	100,00%	33,33%	66,67%
Remuneración	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Auditoría	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Consejeros	90,32%	9,68%	0,00%	100,00%
Finanzas	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Otros Asuntos				
Puntos Conjuntos	75,00%	25,00%	81,82%	18,18%

Se observa que los temas en los cuales ha habido mayor peso de recomendaciones negativas son aquellos que tocan el tema de los Directores y Puntos Conjuntos.

- Directores

Recomendaciones de voto por parte del *Proxy Advisor* de referencia

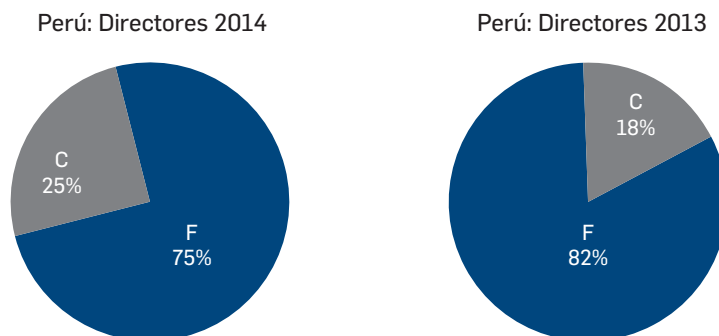


En el caso de la elección, reelección y ratificación de consejeros, es importante notar que en 2013 únicamente 2 puntos tocaban este tema en las empresas analizadas y que ambos han recibido recomendaciones de voto no favorables. En 2014, 31 puntos del orden del día de las empresas analizadas han tocado estos temas y de ellos, únicamente 3 han recibido recomendaciones no favorables por parte del *proxy advisor* de referencia.

Una de las grandes leyendas urbanas a nivel internacional, es que el sistema de elección de Directores en Perú es, por ejemplo, idéntico al de Voto di Lista en Italia en donde siempre se debe votar una Lista de Directores o lo que internacionalmente se denomina un *slate*. Una de las grandes ventajas de Perú es la posibilidad que tienen las sociedades de someter a la aprobación de los accionistas la elección individualizada de cada uno de los candidatos a ser elegidos o reelegidos en los Directorios, tanto los representantes de la sociedad como los representantes de las AFPs. De hecho, este año ISS ha hecho un reconocimiento a tres sociedades peruanas por revelar el nombre y los curriculum vitae de todos los candidatos con suficiente antelación facilitando la votación individual: Graña y Montero, Buenaventur, Refinería La pampilla y Ferreycorp.

- Puntos Conjuntos

Recomendaciones de voto por parte del *Proxy Advisor* de Referencia



Los "Puntos Conjuntos" o *Bundled proposals* de las juntas o Asambleas analizadas para este mercado es uno de los problemas que se encuentran frecuentemente en el mercado Peruano.

Los Puntos Conjuntos detona automáticamente una recomendación en contra de los *Proxy Advisors* y en la mayoría de los casos un voto en contra por parte de los inversores activos en temas de Gobierno Corporativo. La razón es sencilla, se puede estar en desacuerdo por ejemplo en la elección del auditor, pero si este asunto se encuentra en el mismo punto de la agenda para aprobación junto con, por ejemplo la retribución del Directorio con la cual el inversor no comparte el punto de vista de la sociedad cotizada debido, por decir algo, al esquema de largo plazo o la falta de transparencia respecto del plan de incentivo por acciones, se le estaría a este ultimo obligando a votar a favor de dos temas cuando disiente de uno de ellos, por lo cual en general optaría por votar en contra. Los temas que con mayor frecuencia se incluyen en un mismo punto del orden del día en Perú son los siguientes:

- 1) Auditoría y Remuneraciones.
- 2) Temas relativos al Directorio y Remuneraciones.
- 3) Estados Financieros y temas relativos al Directorio.

Sin embargo, los *Proxy Advisors* han sido laxos todavía en este mercado pero hay que advertir que en el futuro cercano los inversores cada vez los serán menos debido al nivel de desarrollo y profundidad que cada vez más va obteniendo Perú. De estos puntos conjuntos, en 2014 la única categoría que ha recibido recomendaciones de voto no favorables por parte del *proxy advisor* de referencia es "Temas relativos al

Directorio y Remuneraciones". Dos (2) de cada tres (3) propuestas han sido recomendadas negativamente.

En Perú sigue habiendo dificultades como es el tema del voto transfronterizo, como sucede en la mayoría de los países de latinoamérica, ya que se requiere de un poder por parte de los accionistas para ejercer el voto a distancia. Aun así los inversores agradecerán el nuevo Código de Gobierno Corporativo aprobado en el año 2013 pero que salvo por las sociedades cotizadas, no ha tenido mayor impacto en materia de revelación de información a nivel de las empresas. Lo cierto es que al igual que en Europa, los Códigos locales suelen contar con estándares básicos que distan en alguna medida de lo que los *Proxy Advisors* e Inversores Institucionales extranjeros demandan en materia de Gobierno Corporativo.

Colombia

Han sido consideradas 16 empresas en el análisis del mercado colombiano. Estas son: Almacenes Exito S.A., Banco Davivienda S.A., Banco de Bogota, Bancolombia SA, Bolsa De Valores De Colombia S.A., Celsia S.A., Cementos Argos SA, Corporacion Financiera Colombiana SA, Ecopetrol S.A., Empresa de Energia de Bogota SA ESP, Grupo Argos SA, Grupo Aval Acciones y Valores S.A, Grupo de Inversiones Suramericana SA, Grupo Nutresa SA, Interconexion Electrica S.A. E.S.P. y Isagen S.A. E.S.P.

A continuación se presenta una tabla con el análisis de los temas mencionados:

Colombia: número de propuestas con recomendaciones a Favor y en Contra por tema

Colombia	2014		2013	
N. Empresas	16		16	
ISS	F	C	F	C
Dividendo	13	0	8	0
Capital	1	0		
Remuneración	10	0	10	0
Auditoría	17	0	21	0
Consejeros	26	10	30	10
Finanzas	29	0	35	0
Otros Asuntos	0	15	0	20
Puntos Conjuntos	11	4	12	6

Colombia: porcentaje de recomendaciones a Favor y en Contra por tema

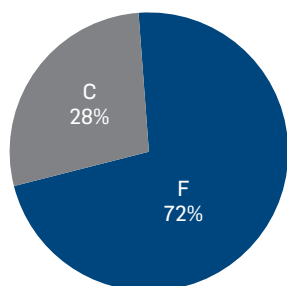
Colombia	2014		2013	
N. Empresas	16		16	
ISS	F	C	F	C
Dividendo	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Capital	100,00%	0,00%		
Remuneración	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Auditoría	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Consejeros	72,22%	27,78%	75,00%	25,00%
Finanzas	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Otros Asuntos	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%
Puntos Conjuntos	73,33%	26,67%	66,67%	33,33%

Se observa que los temas en los cuales ha habido mayor peso de recomendaciones negativas son los miembros de la Junta Directiva y Otros Asuntos.

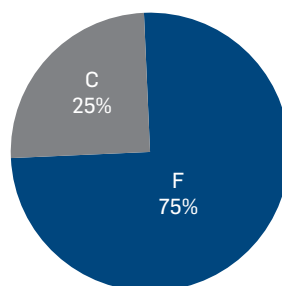
- Miembros de la Junta Directiva

Recomendaciones de voto por parte del *Proxy Advisor* de Referencia

Colombia: Junta Directiva 2014



Colombia: Junta Directiva 2013



En general, para todos los puntos del orden del día del mercado colombiano que tocan el tema relativo a la Junta Directiva o como se denomina en otros mercados de

Latinoamérica (Directorio), se observa un aumento en el peso de las recomendaciones no favorables por parte del *proxy advisor* de referencia.

Si analizamos y detallamos los puntos que tocan el tema relativo a los candidatos a ser elegidos como miembros de la Junta Directiva, podemos observar que en las Asambleas o Juntas de accionistas del grupo de empresas analizadas, realizadas en Colombia en 2013 y 2014, se encuentran dos tipologías de puntos: aquellos que se enfocan en la conformación de algún comité especializado, y aquellos que se enfocan en la elección de los miembros del órgano de Gobierno o de administración como es conocido en dicho país.

El primer grupo ha recibido recomendaciones favorables por parte del *proxy advisor* de referencia, mientras que en el segundo grupo, nos encontramos con recomendaciones no favorables:

Colombia: número de propuestas con recomendaciones a Favor y en Contra por tema

Colombia	2014		2013	
N. Empresas	16		16	
ISS	F	C	F	C
Total Junta Directiva	26	10	30	10
Comité	16	0	23	0
Miembros de la Junta Directiva	10	10	7	10

Colombia: porcentaje de recomendaciones a Favor y en Contra por tema

Colombia	2014		2013	
N. Empresas	16		16	
ISS	F	C	F	C
Total Junta Directiva	72,22%	27,78%	75,00%	25,00%
Comité	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Miembros de la Junta Directiva	50,00%	50,00%	41,18%	58,82%

Se observa que en la elección de los miembros de la Junta Directiva, el *proxy advisor* de referencia ha emitido recomendaciones de voto negativas en el 50% de los casos, es decir diez (10) de cada veinte (20) propuestas, situación que ha mejorado ligeramente desde el 2013, cuando 59% había recibido recomendaciones contrarias (10 de 17).

En Colombia sucede algo similar a lo que ocurre en el mercado peruano. Salvo Ecopetrol, las compañías no suelen dar suficiente información sobre los nombres de los candidatos a ser elegidos en la Junta Directiva. Aunque la única opción en Colombia es elegir una sola Lista de Candidatos, lo cierto es que tanto inversores como *Proxy Advisors* evalúan el balance de dicha lista, es decir, la presencia de miembros independientes, su idoneidad, la evaluación que se ha realizado sobre los mismos y la composición de los Comités. Es importante también señalar que la disponibilidad de que los documentos sobre la información de los miembros de la Lista a elegir esté disponible en idioma inglés.

- **Otros Asuntos**

Como se ha presentado en la primera tabla, la totalidad de las propuestas bajo la clasificación "Otros Asuntos" ha recibido recomendaciones de voto No Favorables. La explicación es idéntica a los argumentos enunciados para el mercado chileno.

México

Han sido consideradas 31 empresas en el análisis del mercado mexicano: Arca Continental S.A.B. de C.V., Alfa S.A.B. de C.V., Alpek S.A.B. de C.V., Alsea S.A.B. de C.V., América Móvil S.A.B. de C.V., Grupo Aeroportuario del Sureste S.A.B. de C.V., TV Azteca S.A.B. de C.V., Grupo Bimbo S.A.B. de C.V., Bolsa Mexicana de Valores S.A.B. de C.V., CEMEX S.A.B. de C.V., Grupo Comercial Chedraui S.A.B. de C.V., Grupo Elektra S.A.B. de C.V., Fomento Económico Mexicano S.A.B. de C.V., FEMSA, Grupo Aeroportuario del Pacífico S.A.B. de C.V., Grupo Financiero Inbursa S.A.B. de C.V., Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., Grupo México S.A.B. de C.V., Grupo Modelo S.A.B. de C.V., Gruma S.A.B. de C.V., Empresas Ica S.A.B. de C.V., Industrias CH S.A.B. de C.V., Kimberly-Clark de México S.A.B. de C.V., Coca-Cola FEMSA S.A.B. de C.V., Genomma Lab Internacional S.A.B. de C.V., El Puerto de Liverpool S.A.B. de C.V., Mexichem S.A.B. de C.V., Minera Frisco S.A.B. de C.V., OHL México S.A.B. de C.V., Industrias Penoles S.A.B. de C.V., Grupo Televisa S.A.B. y Wal-Mart de México S.A.B. de C.V.

A continuación se presenta una tabla con el análisis de los temas mencionados:

México: Número de propuestas con recomendaciones a Favor y en Contra por tema

México	2014		2013	
N. Empresas	31		31	
Proxy Advisor	F	C	F	C
Dividendo	9	0	38	1
Capital	5	0	6	2
Remuneración	28	0	27	2
Auditoría	18	0	7	0
Consejeros	135	20	83	27
Finanzas	41	0	33	0
Otros Asuntos				
Puntos Conjuntos	14	21	11	18

México: Porcentaje de recomendaciones a Favor y en Contra por tema

México	2014		2013	
N. Empresas	31		31	
Proxy Advisor	F	C	F	C
Dividendo	100,00%	0,00%	97,44%	2,56%
Capital	100,00%	0,00%	75,00%	25,00%
Remuneración	100,00%	0,00%	93,10%	6,90%
Auditoría	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Consejeros	87,10%	12,90%	75,45%	24,55%
Finanzas	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Otros Asuntos				
Puntos Conjuntos	40,00%	60,00%	37,93%	62,07%

Los temas que han recibido mayores recomendaciones negativas por parte del *proxy advisor* de referencia son aquellos relativos a los Consejeros y los Puntos Conjuntos.

En este caso es importante especificar que en los puntos que tocan los temas del Consejo se encuentran diversas propuestas, en las cuales algunas se enfocan en la organización de algún comité, en la elección de directores, combinadas con temas financieros o la aprobación de la gestión del órgano máximo de administración.

En cuanto a los Puntos Conjuntos o *Bundled*, estos incluyen los siguientes temas agrupados:

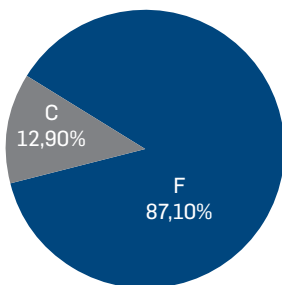
- Consejo y Remuneraciones;
- Asuntos Financieros y de Auditoría;
- Asuntos Financieros y Consejo;
- Asuntos Financieros y alocación de Dividendo.

De estos puntos conjuntos, en 2014 la única categoría que ha recibido recomendaciones de voto no favorables es "Consejo y Remuneraciones".

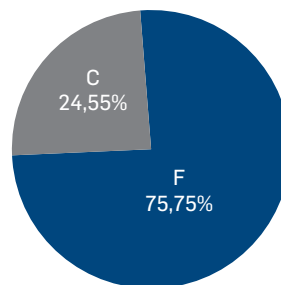
- Consejeros

Recomendaciones de voto por parte del *Proxy Advisor* de Referencia

México: Consejeros 2014



México: Consejeros 2013



Se observa que en 2014 las recomendaciones de voto negativas han disminuido, pasando de 24,55% a 12,90%. A continuación un detalle del tipo de propuesta en materia de consejeros:

México: número de propuestas con recomendaciones a Favor y en Contra por tema

México	2014		2013	
N. empresas	31		31	
ISS	F	C	F	C
Total Consejo	135	20	83	27
Comité	43	9	25	15
Comité / Consejeros	1	5	0	1
Consejeros	87	6	54	11

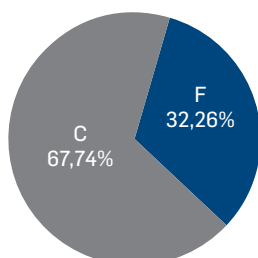
México: porcentaje de recomendaciones a Favor y en Contra por tema

México	2014		2013	
N. empresas	31		31	
ISS	F	C	F	C
Total Consejo	87,10%	12,90%	75,45%	24,55%
Comité	82,69%	17,31%	62,50%	37,50%
Comité / Consejeros	16,67%	83,33%	0,00%	100,00%
Consejeros	93,55%	6,45%	84,38%	17,19%

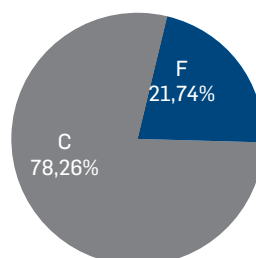
• Puntos Conjuntos

Recomendaciones de voto por parte del *Proxy Advisor* de Referencia

México: Consejo y Remuneración 2014



México: Consejo y Remuneración 2013



México	2014		2013	
ISS	F	C	F	C
Consejo y Remuneraciones	10	21	5	18

En 2014, de 31 puntos de la Agenda hacían referencia tanto el tema de la elección, reelección y ratificación de Consejeros como el tema de su remuneración, 21 de ellas (67.74%) han recibido recomendaciones contrarias, mientras que el año anterior 18 de 23 recomendaciones (78.26%) han recibido este tipo de recomendaciones.

Brasil

Han sido consideradas 11 empresas en el análisis de este mercado: Ambev S.A., Banco Bradesco S.A., Banco Santander Brasil SA., Gerdau S.A., Itau Unibanco Holding S.A., Itausa Investimentos Itau S.A., JBS S.A., Oi S.A., Petroleo Brasileiro S.A. -Petrobras., Tim Participacoes S.A. y Vale S.A.

A continuación se presenta una tabla con el análisis de los temas mencionados:

Brasil: Número de propuestas con recomendaciones a Favor y en Contra por tema

Brasil	2014		2013	
N. Empresas	11		11	
ISS	F	C	F	C
Dividendo	11	0	11	0
Capital	1	0		
Remuneración	1	8	3	7
Auditoría				
Consejeros	53	1	43	2
Finanzas	54	0	13	1
Otros Asuntos				
Puntos Conjuntos	1	1	1	1

Brasil : Porcentaje de recomendaciones a Favor y en Contra por tema

Brasil	2014		2013	
N. Empresas	11		11	
ISS	F	C	F	C
Dividendo	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%
Capital	100,00%	0,00%		
Remuneración	11,11%	88,89%	30,00%	70,00%
Auditoría				
Consejeros	98,15%	1,85%	95,56%	4,44%
Finanzas	100,00%	0,00%	92,86%	7,14%
Otros Asuntos				
Puntos Conjuntos	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%

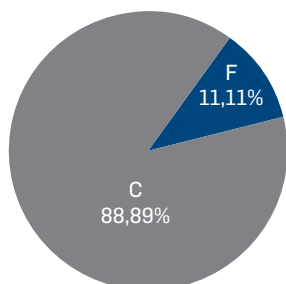
Los temas que han recibido mayores recomendaciones negativas por parte del *proxy advisor* de referencia son aquellos relativos a la Remuneración y los Puntos Conjuntos.

En cuanto a los Puntos Conjuntos o *Bundled*, en todos los casos estos se refieren a la agrupación de la elección de los miembros del Consejo y su Remuneración.

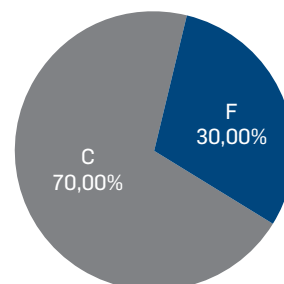
- Remuneración

Recomendaciones de voto por parte del Proxy Advisor de Referencia

Brasil: Remuneración 2014



Brasil: Remuneración 2013



Se observa que en 2014 las recomendaciones de voto negativas han aumentado, pasando de 70% a 88.89%.

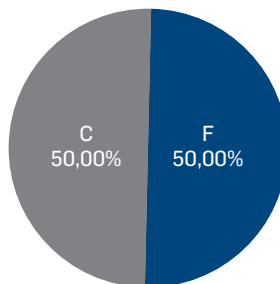
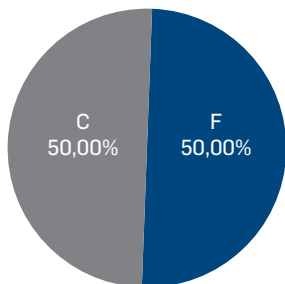
- **Puntos Conjuntos**

En cuanto a los Puntos Conjuntos o *Bundled*, se observa que las recomendaciones de voto en 2014 se mantienen iguales al 2013 y que únicamente se han realizado 2 Puntos Conjuntos por año, de los cuales uno ha sido recomendado a favor y uno en contra.

Recomendaciones de voto por parte del *Proxy Advisor* de Referencia

Brasil: Consejo y Remuneración 2014

Brasil: Consejo y Remuneración 2013



Brasil	2014		2013	
	F	C	F	C
Consejo y Remuneraciones	1	1	1	1

- **Conclusión**

A continuación se presenta el total de recomendaciones de voto del *proxy advisor* de referencia para las 85 empresas analizadas de Chile, Perú, Colombia, México y Brasil.

Total: número de propuestas con recomendaciones a Favor y en Contra por tema

TOTAL	2014		2013	
	85		84	
ISS	F	C	F	C
Dividendo	64	2	89	1
Capital	10	2	16	7
Remuneración	86	8	81	9
Auditoría	70	2	67	0
Consejeros	269	39	158	52
Finanzas	114	0	91	1
Otros Asuntos	0	32	0	38
Puntos Conjuntos	38	28	51	29

Total: porcentaje de recomendaciones a Favor y en Contra por tema

TOTAL	2014		2013	
	85		84	
ISS	F	C	F	C
Dividendo	96,97%	3,03%	98,89%	1,11%
Capital	83,33%	16,67%	69,57%	30,43%
Remuneración	91,49%	8,51%	90,00%	10,00%
Auditoría	97,22%	2,78%	100,00%	0,00%
Consejeros	87,34%	12,66%	75,24%	24,76%
Finanzas	100,00%	0,00%	98,91%	1,09%
Otros Asuntos	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%
Puntos Conjuntos	57,58%	42,42%	63,75%	36,25%

La implementación efectiva del Gobierno Corporativo no puede ni debe depender de iniciativas legislativas exclusivamente. Sin embargo, no es un secreto que en Latinoamérica deben gestarse ajustes a los marcos regulatorios.

Para contar con inversores de la talla de BlackRock, Fidelity, Vanguard, Calpers, TIAA-CREF, los marcos legales deben hacer énfasis en facilitar los mecanismos de comunicación entre emisores e inversores.

Si el legislador aun considera que estas economías no se encuentran preparadas para responder a esta demanda, no cabe la menor duda que las empresas comenzarán a autorregularse en ese aspecto de forma mucho más eficiente.

En Latinoamérica se echa de menos los *Proxy Statements*, la publicación de información relacionada con el gobierno de las empresas y los asuntos relativos a las Juntas Generales en sus páginas web corporativas.

Si se busca inversión extranjera, es un contrasentido pensar que la publicación de la convocatoria a la Junta General de accionistas en un diario de amplia circulación local es suficiente.

Aunque son muchos los temas a trabajar en términos de mejorar las prácticas de Gobierno Corporativo, lo cierto es que, al menos, se deben realizar esfuerzos en los siguientes términos:

- 1) Las empresas Latinoamericanas deben habilitar sus páginas web para poner en conocimiento del mercado y, en particular, de sus accionistas la información relacionada con el Gobierno de la sociedad y, concretamente, la información relacionada con la Junta General de Accionistas.
- 2) La publicación de las propuestas de acuerdos para cada uno de los puntos del día facilita, entre otros aspectos, la concreción del ejercicio de voto a distancia o por vía de representación, ayudando al inversor a entender el alcance de las resoluciones propuestas, pudiendo tomar decisiones informadas.
- 3) La publicación de información adicional que soporte cada uno de los puntos de la agenda o de cualquier otra que sea de interés, como la asociada a las operaciones extraordinarias (fusiones, adquisiciones); políticas de remuneración de Consejeros y Ejecutivos; Estados financieros entre otros aspectos.
- 4) La gran tendencia es que la empresa latinoamericana tiende a tomar conciencia de la importancia de gobernarse bajo estándares internacionalmente aceptados, aunque aún nos enfrentamos a la realidad de que el debate, salvo en mercados como el brasilero o el chileno, se centra en aspectos extraordinariamente básicos.

- 5) Normas internacionales de información financiera, mecanismos idóneos de revelación de información no financiera, independencia y profesionalización de los Consejos y procesos de sucesión, son algunos de los aspectos de Gobierno Corporativo que en Latinoamérica requieren un debate profundo, tanto en a nivel jurídico como en el ámbito de la autorregulación. Y aunque parezca banal debido a las complejidades de la cadena de custodia, toda la información debe estar a disposición de los inversores en la página web en idioma inglés al menos 30 días antes de celebrarse cualquier operación corporativa, llámese Junta o Asamblea Ordinaria o Extraordinaria de Accionistas o cualquier otra análoga en donde los inversores extranjeros deban dar su aprobación.

3. EL PAPEL DE LAS FIRMAS DE AUDITORÍA EN LA GENERACIÓN DE CONFIANZA DE LOS STAKEHOLDERS

Hace ya más de una década que la eficacia de los sistemas de control interno y de Gobierno Corporativo de las compañías quedó en entredicho debido tanto a los numerosos escándalos financieros acontecidos en diversas compañías a nivel internacional, como a la crisis financiera vivida en los últimos años. Como consecuencia, ha quedado patente la relevancia de contar con sistemas de gobierno y control sólidos en las compañías, así como con mecanismos para una supervisión eficaz.

Tanto **órganos reguladores, como supervisores** de todo el mundo, en especial de Europa e Iberoamérica, se han manifestado al respecto, desarrollando normativa y recomendaciones¹⁰ encaminadas a proteger a los inversores mediante la adopción de medidas orientadas a impulsar la transparencia de las compañías, mejorando la calidad de la información financiera, promoviendo la independencia de los auditores y mejorando el Gobierno Corporativo de las compañías.

En esta misma línea, las **firmas de Auditoría** han evolucionado en los últimos años, pasando de adoptar un rol de supervisión en ámbitos de responsabilidad tradicionales como el aseguramiento de la información financiera de las compañías auditadas a convertirse en impulsores del Gobierno Corporativo de las mismas. Así, el asesoramiento en ámbitos ligados a la gestión de riesgos y control interno, entre otros servicios ofrecidos por las firmas auditoras, ha permitido ofrecer un apoyo integral a los Comités de Auditoría de las compañías y, por tanto, a sus Consejos de Administración, contribuyendo de ese modo a garantizar la confianza de los distintos grupos de interés.

10. Tales como: Basilea II y III, COSO II, Directivas de la Comisión Europea, Códigos de Buen Gobierno emitidos por diversos países, etc.

Asimismo, es importante reconocer la importancia de la **función de auditoría interna** en las compañías. La auditoría interna debe jugar un papel fundamental en la gobernabilidad corporativa, ofreciendo una auditoría independiente que proteja el negocio de los posibles riesgos a los que se enfrenta, en consonancia con el plan estratégico de cada compañía. En este sentido, debemos tener en consideración que el aumento del peso de este departamento es un fenómeno paralelo al aumento de los riesgos para las empresas, cuyo origen está ligado, por una parte, a la crisis y, por otra, a factores de carácter tecnológico, entre otros. Una buena auditoría interna es una forma de crear valor para la empresa, pues implica una gestión sofisticada del riesgo y un compromiso con su misión, visión y expectativas de los *stakeholders*. Así, gracias a ella se pueden anticipar necesidades, aumentando su efectividad, eliminando duplicidades e identificando las áreas de potencial mejora.

Tampoco podemos dejar de mencionar la importancia que han adquirido los **Comités de Auditoría** de las compañías auditadas, no solo en su papel de supervisor de la eficacia de los sistemas de control interno de las compañías, sino también en otros ámbitos clave en los que hasta hace poco tiempo no representaban una involucración significativa. Estos ámbitos abarcan mayores responsabilidades y, por tanto, nuevos retos para los Comités de Auditoría. A continuación mencionamos de manera resumida, algunas buenas prácticas identificadas, así como recomendaciones para los distintos ámbitos de responsabilidad de este comité¹¹, que sirven como palanca para la mejora de los modelos de Gobierno Corporativo de las compañías:

- Con respecto al **Reporting de la Información Financiera**:
 - Los Comités de Auditoría considerados *best practice* muestran amplio conocimiento y comprensión sobre las principales políticas y criterios contables, así como sobre otros aspectos relevantes para la fiabilidad de dicho *reporting*.
 - Los Comités suelen tener una estrecha relación con otros órganos de gobierno de la compañía involucrados en la elaboración de la información financiera, lo que les permite obtener un mejor entendimiento de la misma.
- Con respecto a la **Auditoría Interna**:
 - En general, la regulación vigente otorga a los Comités de Auditoría la **responsabilidad de supervisión de la función de Auditoría Interna**, participando en el establecimiento de objetivos, velando por su independencia y supervisando su efectividad, si bien aspectos como el **nivel de implicación de los Comités**

11. Fuente: Comités de Auditoría. Contexto Regulatorio, Buenas Prácticas y Tendencias. Investigaciones y publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo año 2012.

de Auditoría en el nombramiento, destitución y remuneración del responsable de Auditoría Interna no ha sido regulado de manera homogénea.

- Las *best practice* identificadas recomiendan que los Comités de Auditoría se involucren activamente en tareas tales como evaluar la **capacitación de los recursos de auditoría interna**, así como la necesidad de cubrir nuevas capacidades o requerimientos de conocimiento de la misma que le permitan cumplir con los planes de auditoría.
- Los Comités otorgan una **gran importancia a la faceta asesora de los auditores internos**, dado el profundo conocimiento de estos sobre la compañía. Estos trabajos de asesoría implican, entre otros, trabajos de consultoría relacionados con la eficiencia de procesos, los programas de gestión de riesgos y otras iniciativas estratégicas que afectan al Gobierno Corporativo de las compañías.
- Con respecto a la **Auditoría Externa**:
 - Gran parte de los Comités de Auditoría son responsables del nombramiento del auditor externo, teniendo entre los criterios clave a considerar, la experiencia, los procedimientos de calidad dentro de la firma auditora, su presencia internacional o su reputación.
 - Las *best practice* identificadas involucran al Comité de Auditoría en la supervisión de la independencia del auditor externo, en la contratación y seguimiento de los trabajos realizados, así como en los honorarios por servicios contratados distintos a la auditoría.
 - Asimismo, una vez seleccionado el auditor externo, es aconsejable que el Comité de Auditoría conozca el alcance de los planes de auditoría, los riesgos que aborda, y que además esté informado sobre el progreso del trabajo y sus resultados.
 - Otra *best practice* consiste en evaluar, por parte del Comité, la materialidad considerada por los auditores, teniendo una opinión propia acerca de la misma.
- Con respecto a la **Gestión de Riesgos y Control Interno**:
 - Las tendencias en este ámbito están orientadas a incrementar las actividades de supervisión del Comité de Auditoría en relación con el funcionamiento del Sistema de Gestión de Riesgos, enfocándose en aspectos tales como el alcance de dicho Sistema, la definición de responsabilidades, los criterios de identificación y evaluación de riesgos, los responsables de los planes de respuesta, etc. Asimismo, se encuentra entre sus responsabilidades la supervisión de que la integración del Sistema de Gestión de Riesgos con el Sistema de Control Interno de la compañía, así como con el modelo de Gobierno Corporativo y cumplimiento de la misma se realice de manera adecuada, evitando duplicidades.

- Se identifica como una *best practice* el que el Comité mantenga reuniones con los Directivos clave en las áreas de Gestión de Riesgos, Cumplimiento y Control Interno, además de trabajar en equipo con otros órganos de gobierno de la compañía.
- Por otro lado, los Comités de Auditoría considerados *best practice* realizan la supervisión de todo tipo de riesgos de la compañía, incluyendo aquellos relacionados con el fraude, enfocándose en las medidas implementadas para minimizar el riesgo, protegiendo de este modo la reputación de las empresas, reduciendo su exposición a sanciones y contribuyendo, en definitiva, a la mejora de su Gobierno Corporativo.

3.1. Situación de los países iberoamericanos en relación con la Auditoría

Con el fin de profundizar en el papel de la función de auditoría en las compañías Iberoamericanas, se han analizado los Códigos de Buen Gobierno y equivalentes de algunos de los países de la región¹². Es destacable que todos ellos hacen hincapié en la importancia de la existencia de un efectivo sistema de control en el seno de las compañías, tanto a nivel interno como externo, como palancas para la mejora del Gobierno Corporativo de las compañías.

Respecto a la auditoría externa, la mayoría de los Códigos se centran en aspectos ligados al aseguramiento de la independencia de los equipos de auditoría, recomendando medidas tales como la rotación obligatoria del equipo de auditoría al menos cada cinco años, el control de potenciales conflictos de interés derivados de la prestación de servicios distintos a la auditoría o la limitación de los honorarios de la firma auditora.

Asimismo, la mayor parte de los Códigos refleja la importancia de la existencia de una función de auditoría interna que implante y evalúe los controles internos necesarios para el adecuado funcionamiento de cada compañía y supervise el cumplimiento de las normas y procedimientos establecidos por las mismas. En el caso de Perú, el auditor interno asume además la tarea de asegurar la eficacia del sistema de gestión de riesgos. Algunos Códigos recomiendan que el auditor interno reporte al Comité de Auditoría y otros, sugieren la dependencia directa del Consejo de Administración o, también denominado en varios países de Iberoamérica, Directorio.

Los Códigos de Brasil, Colombia, México y Perú hacen énfasis en la necesidad de crear un Comité de Auditoría que supervise el trabajo de los auditores internos y

12. Se han analizado los Códigos de Buen Gobierno de Brasil, Colombia, México y Perú, así como la norma 341 para la difusión de información respecto de los estándares de Gobierno Corporativo de Chile.

externos, asegurando la independencia y objetividad de estos últimos. Adicionalmente, México hace mención a la figura del Comisario, encargado de revisar tanto los estados financieros como la aplicación de las políticas contables, pero de forma independiente a los auditores internos y externos.

En los cuadros siguientes se muestra un resumen de los aspectos contenidos en los Códigos de Buen Gobierno, o equivalentes, relativos a la auditoría externa, auditoría interna y comités de auditoría, por ser considerados actores clave en el buen gobierno de las compañías.

Cuadro resumen de recomendaciones de Buen Gobierno en Iberoamérica en materia de auditoría externa, auditoría interna y Comités de Auditoría

	Brasil ^{1/}	Chile ^{2/}	Colombia ^{3/}	México ^{4/}	Perú ^{5/}
Auditoría externa	<p>Sometimiento de los estados contables de las compañías a la auditoría de un auditor externo independiente que cumpla, entre otras, las siguientes funciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Verificación de la veracidad de los estados contables de la compañía. • Discusión de las principales políticas contables con el Comité de Auditoría o la Junta Directiva. • Comunicación de deficiencias importantes, fallos significativos en los controles y procedimientos internos y casos de discordancias con la Gerencia al Comité de Auditoría o la Junta Directiva. • Evaluación de riesgos y potenciales fraudes. <p>Establecimiento de reglas formales por parte de la Junta Directiva para la aprobación de la prestación de servicios profesionales diferentes a la auditoría por parte de la firma auditora.</p> <p>Contratación del auditor externo por un periodo predefinido, tras una evaluación por parte del Comité de Auditoría y/o la Junta Directiva sobre su independencia y rendimiento. Además se deberá asegurar su independencia anualmente.</p>	<p>Organización de reuniones periódicas (cada seis meses como mínimo) del Directorio con el auditor externo con el fin de determinar el plan anual de auditoría, las deficiencias graves detectadas, los resultados del plan anual y posibles conflictos de interés en la relación con la empresa auditora.</p>	<p>Plazo máximo de contratación de la firma que ejerce la Revisoría Fiscal oscila entre cinco y diez años, y cuando se trate de una persona natural no vinculada a una firma, el plazo máximo de contratación es de cinco años. Se promueve la rotación del socio de la firma de Revisoría Fiscal asignado a una sociedad y sus equipos de trabajo a la mitad del periodo, a cuya finalización debe producirse obligatoriamente la rotación de la firma. En adición a la prohibición vigente de no contratar con el Revisor Fiscal servicios profesionales distintos a los de la propia auditoría, se extiende esta limitación a las personas o entidades vinculadas con la firma de Revisoría Fiscal.</p>	<p>Contratación de una firma de auditoría cuyos honorarios por todos los servicios prestados a la sociedad no superen el 10% de los ingresos totales de dicha firma de auditoría.</p> <p>Rotación del equipo de auditoría al menos cada cinco años.</p>	<p>Designación del auditor externo por parte de la Junta General de Accionistas, a propuesta del Directorio.</p> <p>Información a la Junta General de Accionistas en caso de contratación de la firma auditora para la prestación de servicios diferentes a la auditoría de cuentas.</p> <p>Contratación de una misma firma de auditoría para todas las empresas que pertenezcan al mismo Grupo.</p> <p>Rotación del equipo de auditoría al menos cada cinco años.</p>

Cuadro resumen de recomendaciones de Buen Gobierno en Iberoamérica en materia de auditoría externa, auditoría interna y Comités de Auditoría (cont.)

	Brasil ^{1/}	Chile ²	Colombia ³	México ⁴	Perú ⁵
Auditoría interna	<p>Rotación de la firma de auditoría al menos cada cinco años.</p> <p>Establecimiento de la figura de auditoría interna que asuma entre sus responsabilidades la supervisión del Sistema de Control Interno y de las normas y procedimientos establecidos por la compañía. Su trabajo debe estar perfectamente alineado con la estrategia de la organización.</p> <p>En caso de tercerizar esta actividad, los servicios de auditoría interna no deben ser ejercidos por la misma empresa que presta servicios de auditoría independiente.</p>	-	<p>Se revela, como información pública, el monto total del contrato con el Revisor Fiscal así como la proporción que representan los honorarios pagados por la sociedad frente al total de ingresos de la firma relacionados con su actividad de revisoría fiscal.</p> <p>La AI realiza una labor de monitoreo dirigida a garantizar la eficacia de la Arquitectura de Control, en especial en relación con la información financiera generada por la sociedad.</p> <p>La AI Cuenta con un Estatuto de Auditoría interna, aprobado por el Comité de Auditoría, en el que se señala el alcance de sus funciones.</p> <p>La AI mantiene una relación de independencia profesional respecto a la Alta Gerencia de la sociedad o Conglomerado que lo contrata, mediante su dependencia funcional exclusiva del Comité de Auditoría.</p>	<p>Establecimiento de un área de auditoría interna cuyo plan de trabajo sea aprobado por el Consejo de Administración.</p> <p>Sometimiento a la aprobación del Consejo de Administración las políticas y criterios contables utilizados para la elaboración de la información financiera de la sociedad.</p> <p>Dependencia directa del Directorio, por lo que su nombramiento y cese corresponde al Directorio, a propuesta del Comité de Auditoría.</p>	<p>Establecimiento de la figura del auditor interno, que debe contar con los conocimientos y/o experiencia previa necesarios para la realización de su trabajo y actuar con independencia, realizando labores de auditoría de forma exclusiva.</p> <p>Entre sus funciones se incluyen el aseguramiento de la validez de la información financiera y el cumplimiento normativo de la sociedad.</p> <p>Dependencia directa del Directorio, por lo que su nombramiento y cese corresponde al Directorio, a propuesta del Comité de Auditoría.</p> <p>Reporte por parte del auditor interno al Comité de Auditoría sobre sus planes, presupuesto, actividades, avances, resultados obtenidos y acciones tomadas.</p>

Cuadro resumen de recomendaciones de Buen Gobierno en Iberoamérica en materia de auditoría externa, auditoría interna y Comités de Auditoría (cont.)

	Brasil ^{1/}	Chile ²	Colombia ³	México ⁴	Perú ⁵
Comité de Auditoría	<p>Establecimiento de un Comité de Auditoría encargado de recomendar a la Junta Directiva la contratación, remuneración y sustitución del auditor independiente y que trate los siguientes temas con los auditores independientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Criterios contables a utilizar. • Uso de reservas y provisiones. • Estimativos y criterios relevantes utilizados en la elaboración de los estados contables. • Métodos de evaluación de riesgo y resultado de esas evaluaciones. 	-	<p>En la sociedad el nombramiento así como la remoción del responsable de auditoría interna es una responsabilidad de la Junta Directiva, a propuesta del Comité de Auditoría, y su remoción o renuncia es comunicada al mercado.</p> <p>Funciones asignadas al Comité de Auditoría:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Supervisar los servicios de Revisoría Fiscal, lo cual incluye evaluar la calidad y efectividad de éstos. • Conocer y evaluar el proceso de preparación, presentación y revelación de información financiera. • Verificar que la información periódica que se ofrezca al mercado se elabore conforme a los mismos principios y prácticas profesionales que las cuentas anuales, supervisando esa información antes de su difusión. • Proponer a la Junta Directiva, la estructura, procedimientos y metodologías necesarios para el funcionamiento del sistema de control interno. • Conocer y evaluar el sistema de control interno de la sociedad. • Evaluar e informar a la Junta Directiva las situaciones de conflicto de interés, temporal o permanente, en las que pueda estar inmerso, directa o indirectamente o a través de parte vinculada, un accionista significativo, miembros de la Junta Directiva y la Alta Gerencia, haciendo las propuestas necesarias para administrar la situación. • En el caso de Conglomerados financieros, evaluar e informar a la Junta Directiva de la sociedad matriz sobre los posibles conflictos de interés que puedan surgir entre ésta y las empresas subordinadas o de éstas entre sí, o con sus Administradores y vinculados, haciendo las propuestas necesarias para administrar la situación. 	<p>Establecimiento de un órgano intermedio* que asuma, entre otras, las siguientes funciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Presentar al Consejo de Administración los candidatos para realizar la auditoría externa, sus condiciones de contratación, alcance del trabajo... • Interactuar con el Consejo de Administración y los auditores externos. • Asegurar la independencia y objetividad de los auditores externos. • Coordinar y revisar el trabajo del auditor externo, el interno y el Comisario. 	<p>Establecimiento de un Comité de Auditoría que supervise el trabajo del auditor externo, así como el cumplimiento de las normas de independencia legal y profesional.</p>

Cuadro resumen de recomendaciones de Buen Gobierno en Iberoamérica en materia de auditoría externa, auditoría interna y Comités de Auditoría (cont.)

	Brasil ^{1/}	Chile ²	Colombia ³	México ⁴	Perú ⁵
Comité de Auditoría	<p>Principales riesgos.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Objetivos de la auditoría. • Deficiencias relevantes. • Efectos de factores externos. 		<ul style="list-style-type: none"> • Con carácter previo a su autorización por la Junta Directiva, examinar e informar a ésta sobre las operaciones que la sociedad realice, directa o indirectamente, con miembros de la Junta Directiva, Accionistas Controlantes y Significativos, miembros de la Alta Gerencia, operaciones entre empresas del Conglomerado o personas a ellos vinculadas, que por su cuantía, naturaleza o condiciones revistan un riesgo para la sociedad o el Conglomerado. • Seguimiento periódico del grado de cumplimiento del Código de Ética y la eficacia del sistema de denuncias anónimas o "whistleblowers", evaluando las actuaciones antiéticas que se presenten y el contenido de las denuncias efectuadas, haciendo a la Junta Directiva las recomendaciones pertinentes. 	<p>Contribuir en la definición de los mecanismos generales del control interno.</p>	

1/ Código de las Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

2/ Norma de carácter general nº 341, que establece normas para la difusión de información respecto de los estándares de Gobierno Corporativo adoptados por las sociedades anónimas abiertas, Superintendencia de Valores y Seguros.

3/ Nuevo Código de Mejores Prácticas Corporativas – Código País, Superintendencia Financiera de Colombia.

4/ Código de Mejores Prácticas Corporativas, Consejo Coordinador Empresarial.

5/ Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, Comité de Actualización de los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas.

* El Código no recoge específicamente la denominación de "Comité de Auditoría", pero dadas las funciones asignadas al órgano intermedio, este se comporta como tal.

3.2. Independencia de los auditores

Los Órganos de Administración de las compañías, como responsables últimos de la buena marcha y sostenibilidad de la empresa, asumen entre sus competencias el nombramiento y supervisión de la actividad de los auditores externos o la preservación de su independencia, siendo este último un ámbito ampliamente debatido y regulado a nivel internacional. Así, atendiendo a la normativa y recomendaciones de buen gobierno de algunos de los principales órganos reguladores y supervisores¹³, se establecen, entre otras, las siguientes medidas/principios para fomentar el aseguramiento de la independencia del auditor externo:

- Total independencia mental y de criterio del auditor, quien, por ningún motivo, debe tener relación directa con la sociedad cuya información contable es objeto de la auditoría o con otras sociedades vinculadas económicamente a aquella de la que es auditor.
- Desarrollo de un Comité de Auditoría formado por directores independientes que asuma entre sus funciones la de supervisar la actividad e independencia del auditor externo.
- Celebración de reuniones periódicas entre los miembros del Comité de Auditoría y los auditores externos sin la presencia de los administradores.
- Aseguramiento por parte del Comité de Auditoría de que los servicios complementarios prestados por el asesor externo no comprometen la calidad u objetividad de la auditoría.
- Evaluación de la independencia y desempeño del auditor externo antes de su renovación.
- Rotación de la firma de auditoría o del socio de auditoría periódicamente.
- Establecimiento de la remuneración del auditor externo de forma independiente a los resultados de su trabajo de auditoría o a los estados contables sujetos a la auditoría.

3.3. Palancas clave para que las firmas auditoras maximicen el valor de las compañías

Más allá de las actuaciones que las compañías sujetas a una auditoría puedan desarrollar para asegurar su credibilidad en los mercados, es vital una actuación diligente por parte de las propias firmas de auditoría. Estas juegan un papel esencial en el correcto funcionamiento de los sistemas financieros y, por tanto, han de asumir el firme compromiso de prestar servicios de calidad y dar cumplimiento a los requerimientos

13. Principios de independencia del auditor de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, Papel Blanco del Gobierno Corporativo en América Latina, Códigos de Buen Gobierno de diversos países, etc.).

y estándares existentes en relación con su actividad. De este modo, se han identificado seis palancas clave para asegurar la consecución de este compromiso por parte de las firmas auditoras (Gráfico 1):

- 1) **Asunción de responsabilidades desde el más alto nivel:** es importante que el liderazgo provenga del máximo nivel (presidente y/o Consejo de Administración de las firmas auditoras), quienes deben actuar como impulsores de la implantación y asentamiento de una cultura interna orientada a la calidad en todos los profesionales de auditoría, a través de políticas y procedimientos entre otras herramientas.
- 2) **Establecimiento de requerimientos éticos:** debido a que la normativa aplicable a la profesión del auditor no regula todos los comportamientos existentes, es recomendable que las firmas de auditoría desarrollen un código ético/de conducta que sea distribuido entre todos sus empleados y cuyo cumplimiento les sea exigido de forma rigurosa, implantando herramientas de monitorización tales como un Comité de Ética o un canal de denuncias.
- 3) **Implantación de un sistema para la aceptación de clientes:** es clave el desarrollo, por parte de las compañías auditoras, de un procedimiento que permita identificar aquellos clientes sobre los que no exista ninguna duda en cuanto a su integridad, reputación y origen de sus fondos. Para ello, es esencial que éstas lleven a cabo una evaluación del riesgo de los clientes potenciales antes de su aceptación (o una re-evaluación en el caso de los clientes recurrentes) a través de herramientas informáticas y/o figuras que permitan valorar si el perfil de riesgo es asumible para la compañía auditora o si existe algún conflicto de interés con la empresa a auditar.
- 4) **Aseguramiento de la idoneidad de los perfiles profesionales:** la calidad del trabajo viene determinada en gran medida por la calidad de los profesionales que lo ejecutan, es por ello que las firmas auditoras deben asumir el firme propósito de atraer, formar y retener a los perfiles más adecuados a las demandas de los clientes y al marco regulatorio existente. De esta forma, el área de Recursos Humanos asume una función clave en el reclutamiento, seguimiento (a través de evaluaciones, *feedback* y *coaching* continuo) y formación de los empleados.
- 5) **Disposición de una metodología estándar y contrastada:** es recomendable que las firmas de auditoría cuenten con una metodología de trabajo adaptada a los riesgos de auditoría existentes, a la legislación aplicable a cada encargo y cliente y a la normativa interna de la compañía, de forma que guíe las actuaciones de sus profesionales, para que estas se realicen de manera uniforme, pero siempre adaptándose a las especificaciones inherentes a cada uno de los casos. Contar con una metodología estándar de auditoría a nivel global se traduce además en una mejor capacidad para organizar con rapidez equipos

multinacionales de auditoría, a menudo requeridos por los clientes. Para una mayor efectividad, es conveniente que el *software* utilizado por las compañías auditoras se adapte a la metodología definida.

- 6) **Establecimiento de un sistema de seguimiento interno:** en línea con las exigencias del estándar ISQC1 (*International Standard on Quality Control 1*) y de la normativa local aplicable a los trabajos de auditoría en cada país, resulta clave la implantación de un sistema de control que permita determinar la correcta aplicación de las políticas y procedimientos establecidos local y globalmente por la firma de auditoría, así como la normativa aplicable a cada trabajo. Dicho sistema podrá realizarse a través de revisiones internas y/o externas periódicas de los trabajos llevados a cabo y permitirá identificar posibles debilidades y recomendaciones de mejora en los trabajos realizados o garantizar la correcta ejecución de las auditorías.

Gráfico 1



Fuente: Gráfico del autor.

Por último, en el marco del “buen hacer” por parte de las compañías auditoras y su papel esencial en los mercados globales, es destacable mencionar que, tal y como afirmó el que fuera Superintendente del Mercado de Valores de Panamá, Alejandro Abood Alfaro, “...el Gobierno Corporativo es aquel que, a través de políticas sanas y buenas prácticas, genera un flujo de información veraz y comprensible, tanto al regulador, como a los participantes del mercado, y, en especial, a los inversionistas, quienes tienen el derecho de conocer en detalle la real situación de las empresas cotizadas”¹⁴.

3.4. Conclusiones con respecto al papel de las firmas de Auditoría

La relevancia de contar con sistemas de gobierno y controles sólidos en las compañías ha sido interiorizado por la mayoría de sociedades cotizadas, las cuales vienen implementando en los últimos años medidas orientadas a incrementar la transparencia, mejorar la calidad de la información financiera, promover la independencia de los auditores y mejorar, en definitiva, el Gobierno Corporativo de sus compañías.

La evolución de las firmas de Auditoría ha ido de la mano con los cambios acontecidos en el entorno y son considerados una palanca de apoyo integral para los Comités de Auditoría de las compañías.

En este sentido, es importante resaltar que los Comités de Auditoría han adquirido en los últimos años un papel clave en la mejora de los modelos de Gobierno Corporativo de las sociedades, asumiendo nuevos retos y responsabilidades, principalmente en los siguientes ámbitos:

- Reporting de la información financiera.
- Supervisión de la función de Auditoría Interna.
- Responsabilidad sobre el nombramiento del Auditor Externo e involucración en la supervisión de su independencia, contratación y seguimiento de los trabajos realizados, entre otros.
- Incremento de las actividades de supervisión en materia de gestión de riesgos y control interno, abordando temas relacionados con el alcance del Sistema de gestión de riesgos, definición de responsabilidades, criterios de identificación y evaluación de riesgos, etc.

Las actuaciones realizadas por los países Iberoamericanos en lo que respecta al desarrollo de medidas que contribuyan a mejorar el Gobierno Corporativo de las compañías,

14. Discurso de bienvenida a la reunión técnica de trabajo “Estudio del Gobierno Corporativo de las empresas cotizadas”, celebrada en Panamá el 19 de marzo de 2014.

no difiere de las tendencias internacionales, si bien su grado de evolución se encuentra en una fase más incipiente. Aspectos como la existencia de un efectivo sistema de control en el seno de las compañías, el aseguramiento de la independencia de los equipos de auditoría, el control de potenciales conflictos de interés o la importancia de la existencia de una función de auditoría interna son algunos de los aspectos que más se tratan en los Códigos de Gobierno Corporativo de estos países.

En la línea del buen gobierno, más allá de las actuaciones realizadas por las compañías para incrementar su transparencia y asegurar su credibilidad en los mercados, las firmas de Auditoría desarrollan una serie de actuaciones, tales como:

- La asunción de responsabilidades desde el más alto nivel, debiendo provenir el liderazgo del presidente y/o Consejo de Administración de la firma auditora.
- Establecimiento de requerimientos éticos mediante el desarrollo de un código ético/de conducta de la firma auditora, que sea de aplicación para todos sus empleados.
- Implantación de un sistema para la aceptación de clientes que contemple la evaluación del riesgo de los clientes potenciales antes de su aceptación.
- Aseguramiento de la idoneidad de los perfiles profesionales que forman parte de la firma auditora.
- Disposición de una metodología estándar y contrastada, con capacidad para adaptarse a las especificaciones inherentes de cada encargo y cliente.
- Establecimiento de un sistema de seguimiento interno, que permita determinar la correcta aplicación de las políticas y procedimientos establecidos local y globalmente por la firma de auditoría.

4. EL PAPEL DE LOS BANCOS DE INVERSIÓN EN LA MEJORA DEL GOBIERNO CORPORATIVO

Tal y como se ha comentado anteriormente, los numerosos escándalos financieros y la crisis de los últimos años han llevado a una cierta desconfianza, por parte de la sociedad, sobre la efectividad de los sistemas de Gobierno Corporativo de las compañías. Muchos han sido los que han señalado a las entidades financieras como principales responsables de esta situación y, más concretamente, a los bancos de inversión, fruto, en gran medida, de sucesos tan sonados como la caída de Lehman Brothers o la estafa piramidal de Madoff. En este contexto, el sector de la banca de inversión se ha visto en la necesidad de llevar a cabo un importante proceso de transformación de su Gobierno Corporativo, fomentando así un mayor grado de confianza por parte de los distintos grupos de interés y dando respuesta a sus mayores exigencias de transparencia.

Para hablar del papel de los bancos de inversión en la mejora del Gobierno Corporativo, es importante abordarlo desde **dos perspectivas**:

- **Desde la perspectiva de los propios bancos de inversión como entidades que buscan satisfacer las necesidades y expectativas de sus grupos de interés y, en especial, de los inversores y reguladores/supervisores:**

Para satisfacer las necesidades del primer grupo de interés (inversores), los bancos de inversión se han visto en la necesidad de desarrollar prácticas adecuadas en materia de buen gobierno, que han implicado incluso cambios en su estrategia de negocio. En este nuevo entorno, las áreas de gestión de riesgos y/o las Comisiones de Riesgos de los bancos de inversión han adquirido un papel esencial como generadores de confianza y de una mejor reputación de las mismas.

Por otro lado, para entender la importancia otorgada por los bancos de inversión a los reguladores/supervisores, es importante recordar que la banca de inversión se ha convertido en un sector altamente regulado, sujeto a una normativa y recomendaciones cada vez más exigentes en materia de buen gobierno. Dicha normativa se ha orientado hacia el establecimiento de medidas por parte de los bancos de inversión para prevenir y mitigar posibles conflictos de interés, promover un mayor conocimiento del cliente, fomentar la creación de un Comité de Riesgos e impulsar el establecimiento de sistemas de remuneración equilibrados.

- **Desde la perspectiva de los propios bancos de inversión como promotores del buen gobierno de otras compañías:**

Desde esta perspectiva, los bancos de inversión estudian detenidamente los sistemas de Gobierno Corporativo de las compañías antes de invertir en ellas y promueven prácticas encaminadas a un buen gobierno entre las empresas a las que proporcionan asesoramiento en procesos como los de salida a Bolsa o de fusiones y adquisiciones. Es un hecho cierto que las empresas con un buen Gobierno Corporativo atraen valoraciones más altas entre los potenciales inversores y otros grupos de interés. A menudo los inversores rehúyen de empresas cuyos niveles de *disclosure* en la información reportada carecen de la necesaria transparencia y fiabilidad para la adecuada toma de decisiones, así como de las compañías que muestran cierto grado de opacidad en lo relacionado con sus sistemas de gobierno, la aplicación de sus políticas corporativas, los mecanismos de control para una apropiada gestión de los riesgos existentes, etc., al ser su propia reputación la que entra en juego.

4.1. Principios de Gobierno Corporativo en el sector de la banca de inversión

Como prueba de la creciente relevancia concedida por los bancos de inversión al Gobierno Corporativo, hemos analizado cinco bancos de referencia a nivel internacional en relación con su Sistema de Gobierno Corporativo, identificando en todos los casos unos principios corporativos que rigen el marco de su actividad diaria. Estos principios vienen detallados, por lo general, en un documento denominado Directrices/Principios de Gobierno Corporativo, hecho público por las compañías en sus páginas web corporativas. Las Directrices giran en torno a ocho ámbitos de buen gobierno:

- 1) **Composición del Consejo:** la mayoría de bancos de inversión establece como principio que el Consejo de Administración esté compuesto por consejeros que cuenten con un adecuado perfil para el desempeño de su cargo. Por otro lado, cada banco de inversión establece el número óptimo de consejeros que deben formar parte del órgano, situándose en un rango de entre 5 y 18 consejeros.
- 2) **Independencia de los miembros del Consejo:** en términos generales, los bancos de inversión establecen en sus principios de Gobierno Corporativo que la mayoría de los consejeros deben ser independientes, considerando como tales a aquellos que cumplan los estándares de independencia de la Bolsa de Nueva York. Dichos estándares giran en torno a las relaciones materiales y familiares con la compañía, ya sean de forma directa o indirecta. Incluso, alguno de los bancos de inversión analizados establece una cuota mínima de consejeros independientes en el Consejo de dos tercios del total. Algunos bancos establecen, además, que todos los miembros de la Comisión de Riesgos deberán ser consejeros no ejecutivos y los del resto de comisiones deberán ser consejeros independientes.
- 3) **Criterios de selección de consejeros:** por lo general, los bancos de inversión cuentan entre sus Órganos de Administración con una Comisión de Gobierno Corporativo y Nombramientos, responsable de proponer los candidatos a consejero según los criterios establecidos por el Consejo, quien asume la responsabilidad última de la selección de consejeros.
- 4) **Edad de jubilación de los consejeros:** la mayoría de los bancos de inversión establece un límite de edad de jubilación para sus consejeros situado en un rango entre los 72 y los 75 años, si bien, estos podrían ser reelegidos en caso de que el Consejo y/o la Comisión de Gobierno Corporativo y Nombramientos lo considerasen conveniente.
- 5) **Plan de sucesión del Consejero Delegado (CEO):** el Consejo de Administración, en colaboración con la Comisión de Gobierno Corporativo y Nombramientos, deberá revisar anualmente el plan de sucesión del CEO, evaluando potenciales sucesores. En este sentido, el CEO deberá proponer y evaluar, también con

carácter anual, posibles sucesores, estableciendo cualquier plan de formación o desarrollo que considere conveniente para cada una de estas personas.

- 6) **Remuneración del Consejo de Administración:** la retribución deberá ser razonable respecto al nivel de dedicación exigido y la responsabilidad asumida por los consejeros y lo suficientemente atractiva para atraer y retener a los mejores profesionales. Esta será revisada periódicamente por la Comisión de Retribuciones o la de Gobierno Corporativo y Nombramientos y aprobada por el Consejo de Administración. La mayoría de los bancos establece que solo los consejeros no ejecutivos deben recibir retribución por su pertenencia al Consejo. De este modo, los consejeros ejecutivos percibirán exclusivamente las cuantías ligadas al desempeño de sus funciones como empleados de la compañía. Asimismo, establecen que una proporción importante de la retribución total de los consejeros no ejecutivos debería repartirse en forma de acciones, con el fin de alinear sus intereses con los de los accionistas (una de las compañías establece un mínimo de dos tercios de la retribución en forma de acciones).
- 7) **Evaluación del Consejo:** el Consejo de Administración y sus comisiones deberán ser evaluadas de manera formal anualmente, ya sea por la Comisión de Gobierno Corporativo y Nombramientos o a través de una autoevaluación bajo la supervisión de esta comisión y/o del *Lead Independent Director*. Respecto a la evaluación del Consejero Delegado (CEO) esta deberá ser realizada por el Consejo y/o la Comisión de Gobierno Corporativo y Nombramientos y los resultados obtenidos deberán ser considerados a la hora de establecer su retribución.
- 8) **Comisiones:** el Consejo podrá contar con la ayuda de comisiones que operen bajo su supervisión en el desempeño de sus funciones. Las comisiones más comunes entre los bancos de inversión son la Comisión de Auditoría, la de Retribuciones, la de Gobierno Corporativo y Nombramientos y la de Riesgos, si bien el Consejo de Administración podrá solicitar la constitución de otras comisiones adicionales para tratar cuestiones específicas de alto interés para la entidad.

Estos principios son comunes a la mayoría de las entidades que pertenecen al sector de la Banca de Inversión, si bien cada uno cuenta con sus propias particularidades y matices. Como se puede observar, dentro del proceso de transformación del Gobierno Corporativo de los bancos de inversión, estos han incorporado en su actividad diaria principios de buen gobierno alineados con las tendencias internacionales y demandas de los grupos de interés.

4.2. Conclusiones con respecto a los Bancos de Inversión

El sector de la banca de inversión ha sufrido un proceso de transformación en su Sistema de Gobierno Corporativo muy relevante en los últimos años, tras los escándalos

financieros y la crisis económica internacional. Dicho proceso ha sido abordado por la banca desde dos perspectivas:

- En su rol de entidades que buscan satisfacer las necesidades y expectativas de sus grupos de interés. Bajo esta perspectiva, la banca de inversión muestra un interés creciente por contar con sistemas de Gobierno Corporativo sólidos y en línea con las últimas tendencias, tanto para dar cumplimiento a la regulación existente, como por cuidar su propia reputación.
- En su rol como asesores en operaciones de capitalización, salidas a Bolsa, fusiones o adquisiciones de compañías, los bancos, alineados con las demandas de sus potenciales inversores, estudian los sistemas de Gobierno Corporativo de las empresas y promueven el desarrollo de buenas prácticas en este ámbito.

Por último, deseamos destacar que los bancos de inversión han ido incorporando prácticas de buen gobierno en su actividad diaria. Prueba de ello es la existencia (y divulgación) de Principios específicos que rigen su Sistema de Gobierno Corporativo y que están alineados con las grandes tendencias internacionales. Dichos principios hacen alusión a la composición del Consejo, la independencia de los consejeros, criterios de selección, edad de jubilación, plan de sucesión, remuneración del Consejo, evaluación de los órganos de administración, entre otros.

5. UNA MIRADA A LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN EN IBEROAMÉRICA

Las agencias de rating tienen un papel fundamental en los mercados financieros, con unas actividades que influyen de manera significativa sobre inversores, acreedores, emisores y gobiernos.

No obstante, las recientes crisis financieras han puesto de manifiesto la necesidad avanzar en la regulación del funcionamiento de dichas entidades con el propósito establecer mecanismos que promuevan una gestión adecuada de los conflictos de interés, un aumento de la transparencia de las actividades de las agencias y de sus metodologías y una mayor precisión en las calificaciones que emiten.

En este contexto, el mercado iberoamericano no ha sido ajeno a la corriente regulatoria, que aunque escasa y reciente poco a poco va llegando. A continuación se analizan los casos de México, Brasil, Colombia, Chile y Perú.

México

Desde la aprobación el 17 de febrero de 2012 de la modificación del reglamento aplicable a las agencias de calificación, el marco legislativo y regulatorio mexicano en términos de supervisión de las agencias de calificación es similar al existente en la unión europea, al menos teóricamente.

No obstante, cabe resaltar que en México, las agencias de calificación han estado reguladas y supervisadas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) desde julio de 1993. Asimismo la autorización de las agencias de calificación ha sido un requisito desde 1999, introduciendo requerimientos en lo que refiere al mantenimiento de controles internos para el proceso de rating y en materia de cualificación para sus analistas. Asimismo, en 2005, el congreso mexicano reformó la Ley del Mercado de Valores, con el fin de facultar a la CNBV para promulgar las reglas de conducta para las agencias de calificación. Las normas adoptadas ese mismo año por la Comisión Mexicana incorporaron los principios enunciados en el Código de IOSCO para las Agencias de Rating.

A continuación se describen brevemente las características del marco regulatorio mexicano para las agencias de calificación, cuyo objetivo principal reside en asegurar que la actividad de calificación es llevada a cabo de forma justa e independiente.

- 1) En materia de Gobierno Corporativo, las agencias han de disponer de un Consejo de Administración compuesto por miembros independientes, con una serie de facultades que garantizan que este órgano sea responsable de la supervisión de la agencia.
- 2) En lo que refiere a la gestión de los conflictos de intereses, no vale con no gestionarlos y divulgarlos, sino que es necesario identificarlos y eliminarlos, lo que hace que el marco regulatorio mexicano sea más estricto que el europeo.
- 3) Si bien la regulación mexicana no prohíbe a las agencias de calificación externalizar actividades de rating u otras funciones de negocio, las agencias tienen la responsabilidad de asegurar el mantenimiento de todos los controles internos exigidos por la legislación y son responsables por cualquier actividad que se haya subcontratado. Asimismo, las entidades que proporcionan servicios a las agencias de calificación están sujetas también a la supervisión del regulador.
- 4) Por último, en cuanto a la calidad de las metodologías, las agencias de rating mexicanas están obligadas a revisar periódicamente sus calificaciones, metodologías y modelos; donde ha habido un cambio importante en la metodología, todas las calificaciones afectadas deben ser revisadas en un plazo de seis meses.

Agencias de calificación mexicanas: FitchRatings, HR Ratings, Moody's y Standard & Poor's.

Brasil

Como consecuencia de la crisis financiera de 2008, la Comissao de Valores Mobiliarios (CVM), el regulador del mercado de valores de Brasil, decidió diseñar un marco regulatorio más estricto. Sin embargo, no elaboró una regulación específica para las agencias de calificación. Por ello, en abril de 2012, la CVM estableció una regulación que afecta exclusivamente a las agencias de rating, estableciendo de este modo el marco regulatorio para las actividades de evaluación del riesgo de crédito por parte de las agencias de calificación en Brasil (ICVM nº 521/12).

Entre las nuevas prácticas que establece el nuevo marco regulatorio destacan las que se detallan a continuación.

En primer lugar, se requiere a las agencias de calificación consultados por un emisor a divulgar sus análisis, incluso si el emisor posteriormente no adquiere sus servicios. Con ello, se pretende evitar la práctica conocida como "*rating shopping*", por la cual un emisor solicita calificaciones de varias agencias, pero contrata exclusivamente la que proporciona la más alta calificación. Lo que busca el regulador brasileño a través de posicionarse en contra del "*rating shopping*" es permitir al mercado conocer la opinión de todas las agencias de rating sobre un asunto específico, lo que aumenta la calidad de la información disponible al mercado.

En segundo lugar, ICVM 521/12 incorpora un nuevo marco regulatorio en lo que se refiere a las responsabilidades de las agencias de calificación. El texto de ley identifica una serie de situaciones en las que las agencias de rating pueden ser objeto de sanciones (desde la suspensión de su licencia hasta una prohibición de los mercados de capital de Brasil por hasta diez años) como por ejemplo en casos de conflicto de interés, revelación de información privilegiada, incumplimiento del código de conducta, entre otras.

Por último, un tercer requisito importante de la nueva regulación es la segregación obligatoria de las actividades dentro de una agencia de calificación, con el objetivo de evitar conflictos de intereses.

Agencias de calificación brasileñas: Austin, FitchRatings, LFRating, Liberum, Standard & Poor's, SR Rating.

Colombia

El marco regulatorio colombiano en materia de supervisión de las agencias de calificación es similar al estadounidense. En Colombia, las calificadoras de riesgo han de estar debidamente registradas ante la Superintendencia Financiera, quien es el organismo de control pertinente, y la normatividad que cobija este asunto es la Ley 964 de 2005 (Estatuto Orgánico del Sistema Financiero), los Decretos No. 3139-2006, No. 1350-2008 y la Resolución 2167-2006.

En cuanto al procedimiento de calificación, cabe destacar que este procedimiento queda a discreción de los comités técnicos de las agencias de calificación. El objetivo que se busca es que sus metodologías sean objetivas e independientes, y basadas en un análisis idóneo y técnico de toda la información relevante para el proceso de calificación. Cabe resaltar que las pautas que deben tener las Sociedades Calificadoras de Riesgo en cuanto a la conformación de su comité técnico se encuentran en la citada Resolución 2167 de 2006. En esta resolución, se cita textualmente que el Comité Técnico "deberá estar conformado permanentemente por un número plural e impar de miembros principales, con sus respectivos suplentes personales, que acrediten la experiencia y el conocimiento técnico necesario para estudiar y aprobar las calificaciones sometidas a su deliberación."

Las metodologías de las sociedades calificadoras deben, además de tener que ser actualizadas de manera continua, constar por escrito y permanecer a disposición de la Superintendencia Financiera y del público en general en la página web de la calificadora, al igual que tienen que hacer las agencias estadounidenses como consecuencia de la CRA Reform Act.

Agencias de calificación colombianas: Fitch Ratings Colombia S.A Sociedad Calificadora de Valores., BRC Investor Services S.A Sociedad Calificadora de Valores y Value and Risk Ratings S.A Sociedad Calificadora de Valores.

Perú

El marco legislativo que supervisa el funcionamiento de las agencias de calificación del riesgo peruanas es la Ley del Mercado de Valores (Resoluciones No. 074-98-EF/94.10) y la entidad reguladora es la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).

Cabe destacar que el marco regulatorio del Perú en esta materia es muy semejante al existente en Colombia.

Agencias de calificación peruanas: Apoyo y asociados internacionales S.A.C Clasificadora de Riesgo, Clasificadora de riesgo pacific credit rating SAC., Class y asociados S.A. Clasificadora de riesgo y Equilibrium clasificadora de riesgo S.A.

Chile

La actividad de clasificación del riesgo en Chile nació de manera formal con la creación de un organismo semi-estatal (mixto) denominado Comisión Clasificadora de Riesgo en el año 1985, cuyo propósito consistía en determinar la elegibilidad de instrumentos financieros en los que podrían invertir los fondos de pensiones chilenos. En esta fase inicial, el rol del Estado fue clave, como resultado del carácter obligatorio dentro del sistema de previsión social en Chile.

Sin embargo, la clasificación del riesgo llevada a cabo exclusivamente por agencias del sector privado nació en el año 1988, estableciéndose la clasificación obligatoria de los instrumentos de oferta pública, como una forma de entregar información de mayor precisión a la comunidad inversora.

Asimismo, la Reforma del mercado de capitales de 1994 flexibilizó el funcionamiento de las clasificadoras y le otorga mayor status a sus dictámenes frente a la Comisión Clasificadora de Riesgo. Es a partir de este momento que la industria empieza a consolidarse en Chile, con la presencia de cuatro agencias de calificación del riesgo.

Cabe destacar que el marco regulatorio de las clasificadoras de riesgo chilenas es el Título XIV de la Ley N° 18.045, sobre el Mercado de Valores, así como las diversas Normas de Carácter General y Circulares emitidas por el regulador chileno Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), referentes a materias tales como requisitos de inscripción, estados financieros, información continua sobre clasificaciones, informes de clasificación, entre otras materias. A fin de garantizar la independencia de sus opiniones, las agencias de calificación deben dar cumplimiento a una serie de requisitos con el propósito de que las decisiones de clasificación estén libres de conflictos de interés.

La más reciente norma que ha emitido la SVS, la Norma de Carácter General N° 361 del seis de marzo de 2014, busca elevar los estándares en cuanto al funcionamiento y modernización de los requisitos de inscripción de las Clasificadoras de Riesgo. La nueva normativa establece los requisitos que deberán cumplir los socios principales y personas encargadas de la clasificación de riesgo, y el contenido mínimo que deberá tener su reglamentación interna.

Agencias de calificación chilenas: Clasificadora de riesgo Humphreys Limitada, Feller-Rate Clasificadora de riesgo limitada, Fitch Chile Clasificadora de riesgo limitada e International Credit Rating Compañía Clasificadora de riesgo limitada.

- **Conclusión**

Cabe señalar que las recientes reformas regulatorias en el ámbito iberoamericano en materia supervisión de la agencias de calificación han sido recibidas en ocasiones con sentimientos encontrados por parte de los actores principales de la industria.

Mientras que las agencias de rating de menor tamaño sostienen que tendrán que abonar gastos adicionales para cumplir con la nueva regulación, las agencias más grandes cuentan ya con una estructura internacional consolidada. Esta situación podría perjudicar la competencia entre las agencias de calificación y, en definitiva, reducir la disponibilidad de análisis sobre el mercado de capitales.

No obstante, no hay lugar a duda que las reformas que han estado llevando a cabo los reguladores iberoamericanos proporcionan mayor transparencia y garantías a la comunidad inversora. Por ello es importante seguir avanzando en ámbitos como calidad de la información, conflictos de interés, prácticas de Gobierno Corporativo, rotación, metodología y cualificación de los analistas. De este modo, las agencias de calificación cumplirán con su papel de crear un clima de confianza y credibilidad, generando información de alta calidad que contribuya al desarrollo del mercado de capitales.