



La gobernanza corporativa y la emisión de deuda corporativa en Chile y el Perú

El papel de los inversionistas institucionales, las agencias
calificadoras de riesgo y la banca de inversión

Georgina Núñez
Andrés Oneto
(Coordinadores)



NACIONES UNIDAS

CEPAL



BANCO DE DESARROLLO
DE AMÉRICA LATINA



BID



OCDE

La gobernanza corporativa y la emisión de deuda corporativa en Chile y el Perú

El papel de los inversionistas institucionales, las agencias
calificadoras de riesgo y la banca de inversión

Georgina Núñez
Andrés Oneto
(Coordinadores)



NACIONES UNIDAS

CEPAL



BANCO DE DESARROLLO
DE AMÉRICA LATINA



BID



OCDE

Este material de trabajo, resultado de una tarea conjunta de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), CAF-banco de desarrollo de América Latina y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), ha sido financiado por el BID, CAF y la CEPAL.

Nuestro agradecimiento a Luis Miguel Castilla, ministro de Economía y Finanzas de la República del Perú; a Carlos Rivero, superintendente adjunto de Investigación y Desarrollo de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) de la República del Perú; a Fiorella Torres Tejada, supervisora de la Intendencia General de Supervisión de Conductas de la SMV; a Fernando Coloma, exsuperintendente de Valores y Seguros de Chile; a Carlos Pavez, superintendente de Valores y Seguros de Chile; a Álvaro Gallegos, superintendente de Pensiones de Chile; a Carlos Martabit, gerente de Finanzas de BancoEstado de Chile, y a Pablo García, consejero del Banco Central de Chile.

Un agradecimiento especial a Enrique García, presidente ejecutivo de CAF, y a Luis Alberto Moreno, presidente del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), por el apoyo brindado en las dos etapas del proyecto; y a Ángel Gurría, secretario general de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), por el apoyo oficial otorgado a este proyecto.

Un agradecimiento a Héctor Lehuedé, experto en Gobierno Corporativo de la OCDE, y a Michael Penfold, director de Políticas Públicas y Competitividad de CAF, por sus valiosos comentarios sobre el documento; a Eleonora Silva, directora representante de CAF en el Perú, y a Fidel Jaramillo, representante del BID en el Perú, por su apoyo a la capacitación; y a Santiago Levy, vicepresidente de Sectores y Conocimiento del BID.

Finalmente, nuestro agradecimiento por el apoyo logístico brindado y el trabajo realizado a la sede de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) en Santiago, en especial al equipo de conferencias. También, a la División de Planificación de Programas y Operaciones (DPPO) de la CEPAL y a su oficina de Washington, D.C.; a la oficina de representación de CAF en el Perú, y a las oficinas del BID en Santiago y en Lima por su valioso apoyo. En especial, a Franklin Nieder, economista senior del Sector Financiero del BID (Washington, D.C.).

Las opiniones expresadas en esta publicación son exclusiva responsabilidad de los autores y podrían no coincidir con las de las organizaciones mencionadas.

Índice

I. Introducción	9
II. La gobernanza corporativa y la emisión de deuda corporativa en América Latina: inversionistas institucionales, banca de inversión, agencias calificadoras y nuevas evidencias empíricas	13
A. Introducción.....	13
B. La gobernanza corporativa, la deuda corporativa, los inversionistas institucionales, los bancos de inversión y las agencias calificadoras	15
1. Los inversionistas institucionales	15
2. Los bancos de inversión	17
3. Las agencias calificadoras	19
C. El mercado de deuda corporativa en América Latina	20
1. Breve contexto	20
2. La emisión de deuda internacional	23
D. El indicador de gobernanza corporativa y los títulos de deuda	26
1. El indicador.....	26
2. Los resultados previos del Brasil, Colombia y México	32
E. Las nuevas evidencias	34
1. Los resultados de las experiencias chilena y peruana	34
2. Comparaciones con los resultados anteriores	38
F. Conclusiones.....	39
Bibliografía.....	43
Anexo El impacto de los agentes externos en la emisión de títulos de deuda	45
III. ¿Qué factores afectan los costos de emisión en el mercado de bonos corporativos? Un estudio del mercado primario emergente	49
A. Introducción.....	49
B. El funcionamiento del mercado primario global de bonos corporativos	51
C. La literatura sobre el mercado primario de bonos corporativos en economías desarrolladas y emergentes	52
D. El mercado primario de deuda corporativa: los hechos estilizados y la información empleada	54

1.	Las principales características	54
2.	La participación de mercado de los bancos de inversión y la información empleada	57
E.	Los determinantes de los costos de emisión	59
1.	La estrategia de estimación de los costos de emisión.....	59
2.	Los factores determinantes de la comisión de colocación.....	60
3.	Los determinantes del margen primario de los bonos	62
4.	El impacto de la reputación del banco colocador en el costo de capital.....	64
F.	Las implicaciones de los determinantes del costo de capital en la política de gobernanza corporativa	69
G.	Conclusiones.....	70
	Bibliografía	73
IV.	La gobernanza corporativa y la emisión de deuda corporativa en Chile.....	77
A.	Introducción.....	77
B.	Objetivos del estudio.....	78
C.	La estructura del mercado de capitales en Chile	78
D.	La disciplina de la deuda en la gobernanza corporativa	84
E.	Las calificadoras de riesgo.....	86
1.	Las metodologías de calificación de riesgo y la gobernanza corporativa	87
F.	Los indicadores de gobernanza corporativa	87
1.	Revisión, investigación y resultados	87
G.	Conclusiones.....	105
	Bibliografía.....	107
Anexo	El marco legal y normativo de la gobernanza corporativa en Chile	109
V.	La gobernanza corporativa, los inversores institucionales y la determinación del riesgo de emisión de instrumentos de deuda en el Perú	119
A.	Introducción.....	119
B.	La gobernanza corporativa en el Perú	120
1.	Líneas generales	120
2.	La promoción de la inversión en el Perú.....	120
3.	La regulación sobre gobernanza corporativa.....	122
C.	La iniciativa privada: el índice de gobierno corporativo en la Bolsa de Valores de Lima.....	122
1.	Una iniciativa conjunta: el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas	123
D.	El desarrollo del Mercado Alternativo de Valores.....	125
E.	Las ofertas públicas dirigidas exclusivamente a los inversionistas institucionales	127
F.	La emisión de bonos internacionales	129
G.	Las empresas analizadas	134
1.	Corporación Lindley S.A.	134
2.	Banco de Crédito del Perú S.A.	136
3.	Ferreycorp S.A.A.....	138
4.	Corporación Financiera de Desarrollo S.A.	141
H.	Los indicadores de cumplimiento de las prácticas de gobernanza corporativa en la emisión de bonos internacionales	145
1.	Comentarios sobre los resultados del índice	148
I.	Conclusiones	149
	Bibliografía.....	151
VI.	Reflexiones finales.....	153

Cuadros

Cuadro II.1	Estándares de gobernanza corporativa que inciden en la emisión de títulos de deuda	28
Cuadro II.2	Matriz de valores de referencia del indicador de gobernanza corporativa medido con base en la emisión de títulos de deuda.....	29
Cuadro II.3	Matriz detallada de valores de referencia del indicador de gobernanza corporativa medido con base en la emisión de títulos de deuda	30
Cuadro II.4	Brasil, Colombia y México: recopilación de resultados.....	32
Cuadro II.5	Brasil, Colombia y México: media de los resultados de las principales categorías	34
Cuadro II.6	Chile y Perú: resultados del indicador de prácticas de gobernanza corporativa relativas a la emisión de deuda.....	34
Cuadro II.7	Chile: resultados del indicador de prácticas de gobernanza corporativa relativas a la emisión de deuda	35
Cuadro II.8	Perú: resultados del indicador de prácticas de gobernanza corporativa relativas a la emisión de deuda.....	36
Cuadro II.9	Chile y Perú: media de los resultados de las principales categorías.....	38
Cuadro II.10	Brasil, Chile, Colombia, México y Perú: valores medios.....	39
Cuadro A.1	Impacto de los inversionistas institucionales, los bancos de inversión y las agencias calificadoras de riesgo en la emisión de deuda	46
Cuadro III.1	El mercado primario emergente de bonos corporativos, 1991-2009.....	56
Cuadro III.2	Estadística descriptiva de las variables más representativas de la emisión y de la firma	57
Cuadro III.3	Factores determinantes de la comisión de colocación en las emisiones internacionales	61
Cuadro III.4	Factores determinantes del margen de bonos primarios en las emisiones internacionales	63
Cuadro III.5	Prueba t para los bancos más importantes (bancos <i>top 3</i>)	65
Cuadro III.6	Determinantes de la comisión de colocación (bancos <i>top</i> frente a otros bancos).....	67
Cuadro III.7	Determinantes del margen primario de bonos (bancos <i>top</i> frente a otros bancos).....	69
Cuadro IV.1	Chile: estructura de propiedad de empresas no financieras registradas en la Superintendencia de Valores y Seguros, 1995-2009.....	79
Cuadro IV.2	Chile: activos administrados por los inversionistas institucionales, 2002-2013	81
Cuadro IV.3	Chile: acervo de instrumentos financieros, 2005-2012.....	82
Cuadro IV.4	Chile: cartera de inversión de los fondos de pensiones, diciembre de 2013.....	83
Cuadro IV.5	Chile: cartera de inversiones de compañías de seguros de vida, diciembre de 2013	83
Cuadro IV.6	Chile: leyes y normativa relativas a la gobernanza corporativa y la deuda	90
Cuadro IV.7	Chile: análisis de las sociedades.....	97
Cuadro IV.8	Chile: índices de gobernanza corporativa correspondientes a las sociedades analizadas	101
Cuadro V.1	Perú: evolución normativa de la gobernanza corporativa, 1999-2014.....	124
Cuadro V.2	Perú: empresas participantes en el Mercado Alternativo de Valores, 2013-2014	127
Cuadro V.3	Perú: costo de la participación en el Mercado Alternativo de Valores, 2013-2014	127
Cuadro V.4	Perú: emisores en el mercado internacional, fechas de inscripción y montos emitidos, 2012-2013.....	129

Cuadro V.5	Perú: emisiones de deuda de empresas locales, 2013	131
Cuadro V.6	Perú: costo de emisión de bonos corporativos en el mercado de capitales, 2013.....	133
Cuadro V.7	Perú: indicadores de cumplimiento de gobierno corporativo en la emisión de bonos internacionales, 2014	146
Gráficos		
Gráfico II.1	Acervo de títulos internacionales de deuda, 2011-2013	23
Gráfico II.2	Acervo de títulos internacionales de deuda corporativa, 2011-2013	24
Gráfico II.3	Países en desarrollo: acervo de títulos internacionales de deuda corporativa, 2011-2013	24
Gráfico II.4	América Latina: acervo de títulos internacionales de deuda corporativa, 2011-2013	25
Gráfico II.5	América Latina: acervo de títulos nacionales de deuda corporativa, 2011-2013	26
Gráfico III.1	Emisión de deuda corporativa en los mercados emergentes, 1991-2009.....	55
Gráfico III.2	Participación de mercado de los bancos de inversión en los mercados emergentes de deuda corporativa, 1991-2009	58
Gráfico IV.1	Chile: participación de administradoras de fondos de pensiones en juntas, 2013	82
Gráfico V.1	Perú: variaciones anuales del producto interno bruto, 2004-2014	121
Gráfico V.2	Perú: estructura del portafolio de la Corporación Financiera de Desarrollo, 2013.....	143
Diagramas		
Diagrama III.1	Estructura del mercado emergente de bonos corporativos	51
Diagrama IV.1	Chile: estructura del mercado de bonos	85
Diagrama V.1	Perú: proceso de participación en el índice de buen gobierno corporativo	123
Diagrama V.2	Perú: pasos para acceder al Mercado Alternativo de Valores	126
Diagrama V.3	Perú: estructura de Credicorp, septiembre de 2013	136
Diagrama V.4	Perú: estructura de Ferreycorp	139

Abreviaturas y siglas

AFP	Administradora de fondos de pensiones
BCP	Banco de Crédito del Perú
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BIS	Bank for International Settlements
BNDES	Banco Nacional para el Desarrollo Económico y Social del Brasil
BVL	Bolsa de Valores de Lima
CA	Consejo de administración
CAF	Banco de desarrollo de América Latina
CEO	Director general
CEPAL	Comisión Económica para América Latina y el Caribe
CIEPLAN	Corporación de Estudios para Latinoamérica
CJRL	Corporación José R. Lindley S.A.
COFIDE	Corporación Financiera de Desarrollo
CONASEV	Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores
EBITDA	Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones
FATCA	Ley de Cumplimiento Fiscal de Cuentas en el Extranjero
FCPA	Ley de Prácticas Corruptas en el Extranjero
FED	Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos
FONAFE	Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado
GC	Gobernanza corporativa
GDF	Finanzas de Desarrollo Global
IBGC	Índice de buen gobierno corporativo

INDECOPI	Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Propiedad Intelectual
LPDP	Ley de Protección de Datos Personales
LSST	Ley de Seguridad y Salud en el Trabajo
MAV	Mercado Alternativo de Valores
MC	Mercado de capitales
MCO	Mínimos cuadrados ordinarios
MILA	Mercado Integrado Latinoamericano
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
PIB	Producto interno bruto
PNB	Producto nacional bruto
PYME	Pequeñas y medianas empresas
SBIF	Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile
SBS	Superintendencia de Banca, Seguros y AFP
SEC	Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos
SMV	Superintendencia del Mercado de Valores
SP	Superintendencia de Pensiones
SRL	Sociedad de responsabilidad limitada
SVS	Superintendencia de Valores y Seguros
VAC	Valor adquisitivo constante
VIF	Factores de inflación de varianza
WACC	Promedio ponderado del costo de capital
WDI	Indicadores del Desarrollo Mundial

I. Introducción

El presente documento constituye la tercera parte del proyecto “Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina”. Este proyecto, en sus distintas etapas, es el resultado de la labor conjunta de varias instituciones: los organismos multilaterales —CAF-banco de desarrollo de América Latina, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)—; algunas instituciones gubernamentales, como las superintendencias de valores; las administradoras de fondos de pensiones; la banca de desarrollo; y algunas organizaciones privadas, como las bolsas de valores, las agencias calificadoras de riesgo internacionales y nacionales, y la banca de inversión o las agencias corredoras de bolsa que operan en los países abarcados por el proyecto.

En la etapa previa y en este estudio, se analizaron algunos aspectos del desarrollo de la gobernanza corporativa (GC) en el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú, asociados a la determinación de riesgo en la emisión de instrumentos de deuda corporativa. Además se evaluó el papel de la banca de inversión y de las calificadoras de riesgo en el establecimiento de los costos de emisión de deuda corporativa, y se analizó la creciente relevancia de los inversionistas institucionales como administradores de cuantiosos recursos, lo que se traduce en controles más eficientes del ente supervisor.

A este enfoque, que se considera relevante, se ha agregado un análisis del papel de cada uno de los actores, además de las empresas, en la determinación del costo de emisión y en el desarrollo del mercado de capitales (MC). Los bancos de inversión, como colocadores (*underwriters*), se encargan de estructurar los títulos a emitir y de conseguir posibles demandantes, y estimulan así el crecimiento del MC. Mediante sus actividades, también contribuyen al desarrollo del mercado secundario de títulos de deuda, cuando utilizan su capital para comprar esos títulos. Las calificadoras de riesgo, que cumplen un papel fundamental e irremplazable, señalan la posibilidad de que las empresas incurran en incumplimiento, de modo que los costos de endeudamiento de dichas compañías se ven afectados. Como resultado de la interacción de todos estos actores se determina el costo final de emisión de los bonos, que está compuesto por el margen (*spread*) primario y la comisión de colocación (*underwriting fee*), como señalan Avendaño y Nieto-Parra en el capítulo III de este trabajo.

Además de la mayor influencia de la GC en el cambio de estrategia de financiamiento del empresariado de la región, las empresas requieren de mayores garantías para acceder a esos recursos, lo que obliga a transparentar y rendir cuentas sobre el comportamiento de los directorios, de modo tal que se fortalece la gobernanza. Así, la GC se ha convertido en un requisito importante, condición necesaria

para el desarrollo de los MC, ya que ofrece incentivos apropiados al consejo de administración (CA)¹ y al cuerpo directivo para lograr objetivos de interés de la compañía y de sus accionistas, además de facilitar una supervisión eficaz.

Los principales cambios en el marco institucional de la GC han estado dirigidos, especialmente, a las grandes y medianas empresas que cotizan en bolsas de valores y emiten títulos de deuda en mercados organizados que, por ende, son capaces de cubrir los costos que representa cualquier emisión. En consecuencia, se reduce sustancialmente el impacto que una GC eficiente puede tener sobre el desarrollo de los MC de la región.

A pesar de las recientes mejoras de los marcos normativos e institucionales de la GC realizadas en ciertos países de la región (algunas de ellas asociadas a reformas de los MC), aún existen debilidades en el cumplimiento y el desempeño de las empresas en temas específicos vinculados con la GC. Hay casos en que dichas mejoras han sido más bien parciales, por ejemplo, en lo que respecta a la emisión de deuda, pues en ninguno de los marcos normativos existentes se definen comités con roles particulares sobre el tema.

Es por ello que la CEPAL, CAF y el BID han dedicado las dos últimas etapas del proyecto “Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina” a evaluar el desempeño de la GC en materia de emisión de instrumentos de deuda corporativa en cinco países de la región (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), tomando como referencia distintos estándares internacionales, la mayor parte de ellos voluntarios, que van más allá del mero cumplimiento de la ley.

En este proyecto se contempla la construcción de una matriz que recoge las principales fortalezas y debilidades de la normativa de GC, relacionadas directamente con la emisión de deuda en el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú. Además se define una serie de estándares de GC a la luz de la normativa y de los mecanismos establecidos para garantizar su cumplimiento (*enforcement*); se establece un modelo de referencia (*benchmark*) en que se consideran principios de GC para fortalecer la emisión de bonos, que, al aplicarse, produzcan incentivos de mercado, y se propone un régimen legal que promueva la expansión de los mercados de deuda. Todo esto apunta a establecer un sistema de suministro de información que mejore la evaluación del riesgo de las emisiones que realizan las calificadoras de riesgo.

Tradicionalmente, los bancos han sido considerados los principales proveedores de capital para las empresas, a corto y a medio plazo. Sin embargo, debido a los cambios en la estructura del sector financiero (reducción de las ofertas públicas iniciales), la opción de la emisión de bonos, eurobonos y otros títulos de valores se ha convertido en una alternativa de financiamiento atractiva para las compañías (OCDE, 2013a). De acuerdo con las cifras del Bank for International Settlements (BIS), del total de emisiones internacionales corporativas de países en desarrollo disponibles en 2013, América Latina y el Caribe representó casi el 34%. Por lo tanto, existe un potencial de crecimiento que requiere de atención.

Una recomendación de política pública que se puede formular a lo largo de las tres etapas del proyecto es la de mejorar la calidad del cumplimiento de las leyes y normativas, así como de los controles prudenciales relativos a las mejores prácticas, incluida la normativa aplicable a la GC. También se sugiere que las empresas del sector real consideren aplicar prácticas de GC similares a las de las instituciones financieras, sobre todo, las de los bancos y los fondos de pensiones, cuyas normas son más estrictas.

En esta etapa, el marco metodológico se extiende a Chile y el Perú con objeto de determinar la factibilidad de aplicar el mismo indicador de GC a las empresas seleccionadas en estos dos países. Su aplicación, además de garantizar la comparación de los resultados alcanzados en los casos del Brasil, Colombia y México, permite evaluar los procesos y mecanismos de generación y de transmisión de información interna; identificar una estructura que reduzca el conflicto de intereses entre los ejecutivos

¹ La sigla también se utilizará para referir a la junta directiva, el directorio o los consejos directivos en América Latina y el Caribe. En el marco de este documento, estas expresiones son sinónimas.

y los comités corporativos, y mejorar los mecanismos internos de cumplimiento de la normativa y las operaciones externas de las empresas para acotar los riesgos de emisión. Por otra parte, la inclusión de Chile y el Perú es muy oportuna, ya que estas naciones, junto con Colombia, forman parte del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) desde mediados de 2009, mientras que México se integró recientemente.

Esta publicación consta de seis apartados, incluidas esta introducción y las reflexiones finales. En el segundo capítulo, elaborado por Germano Mendes de Paula, Kárem Cristina de Sousa Ribeiro y Neirilaine Silva de Almeida, se retoma la descripción del marco metodológico considerado en la etapa anterior del proyecto, y se presenta un indicador basado en estándares internacionales que permite evaluar cualitativamente el desempeño de las empresas emisoras de deuda seleccionadas en Chile y el Perú en los principales niveles de la GC (CA y comités corporativos, entre otros), así como estimar los riesgos que estas asumen y aquellos inherentes a las emisiones. De igual manera, se incorpora en el análisis el rol de tres actores clave en la emisión de deuda corporativa: las agencias calificadoras de riesgo, la banca de inversión y los inversionistas institucionales.

Los autores analizan el reciente proceso de emisión de deuda corporativa internacional sobre la base de las prácticas de GC y de la mejora de la calificación de las emisiones para reducir el costo de financiamiento de las empresas. Además comparan dicho proceso con la evolución de los mercados de deuda de otras regiones del mundo; estudian su rol en el financiamiento empresarial en países desarrollados y en desarrollo, y en diferentes regiones geográficas, y evalúan el papel de los tres actores anteriormente mencionados. En el capítulo referido se enfatiza que, dados los crecientes montos de emisión de deuda corporativa de los últimos años, se requiere prestar mayor atención a la evolución de dichos mercados. Cabe señalar que las emisiones internacionales de la región se concentran en México y en el Brasil, que en conjunto alcanzan una participación del 66% en el período comprendido de 2011 a 2013. Lo mismo ocurre en los respectivos mercados internos, en que se alcanza un 88% en esos mismos años.

En el tercer capítulo, Rolando Avendaño y Sebastián Nieto-Parra, del Centro de Desarrollo de la OCDE, analizan los determinantes de los costos de emisión de títulos corporativos de países emergentes durante el período comprendido de 1991 a 2009, tomando como referencia la reputación de los llamados colocadores y los márgenes de colocación asociados al riesgo de las emisiones de deuda (agencias calificadoras). En la muestra de empresas de países emergentes que conforman la base, la región latinoamericana representa aproximadamente la mitad del número de emisiones y cerca del 40% del monto total emitido. Los autores concluyen que el mercado de bonos ha mostrado un crecimiento destacado en los últimos años y que se proyecta como una fuente potencial de financiamiento para las empresas, por lo que las principales acciones deberían orientarse a estructurar GC más eficientes.

En el cuarto capítulo, Álvaro Clarke, exsuperintendente de Valores y Seguros de Chile, documenta el caso de este país y describe el desarrollo del MC, en que se incluye el mercado de bonos. El autor, quien señala que dicha evolución fue acompañada de modificaciones del marco de la GC, hace un análisis pormenorizado de la ley y de las normas de la GC, y de la dinámica del mercado de deuda. Además enfatiza en el rol de los CA y en la importancia de la elección de una mayoría de directores, incluidos los independientes, que estén respaldados por inversionistas institucionales, para generar un ambiente de control más efectivo en el CA y en la junta de accionistas, instancia responsable de las decisiones de endeudamiento de la empresa.

Además de las reformas del MC, otros elementos han impactado en la GC, producto de la regulación, como el aumento de los márgenes de intermediación del sistema financiero que incentiva el endeudamiento a largo plazo, y la mayor presencia de los inversionistas institucionales. El acervo de la deuda corporativa internacional de Chile fue equivalente al 10,3% del producto interno bruto (PIB) en 2012, la proporción más alta de la región. Lo mismo se observa en cuanto al acervo de la deuda corporativa nacional de Chile, que fue equivalente al 38,3% del PIB en 2012. Los índices de las empresas chilenas seleccionadas resultaron relativamente altos (al menos un 72% del valor de referencia). Se verificó un buen cumplimiento legal y normativo en las cuatro compañías analizadas, y

la empresa de propiedad del Estado tuvo la mejor puntuación, debido al mayor trabajo realizado para estructurar comités de apoyo, especialmente en las áreas de proyectos, financiamiento y auditoría.

En el quinto capítulo, elaborado por Jorge Echeandía, se hace referencia al caso del Perú. Allí se señala que las recientes reformas del marco normativo de la GC, así como de los MC, han significado avances importantes en cuanto a proveer financiamiento a las empresas a tasas competitivas. El crecimiento económico, la mejora de los marcos regulatorios, las políticas macroeconómicas, la estabilidad de la moneda local y la igualdad de trato entre inversores nacionales e internacionales son algunos de los factores que han contribuido al nuevo escenario. Un resultado visible ha sido el crecimiento del acervo de la deuda corporativa internacional del Perú en los últimos años, que alcanzó un índice equivalente al 6,1% del PIB en 2012, mientras que el acervo de la deuda corporativa nacional fue del 9,3% del PIB ese mismo año.

La Bolsa de Valores de Lima ha desarrollado mecanismos especiales, como el Mercado Alternativo de Valores (MAV), para que pequeñas y medianas empresas ingresen en la bolsa e incrementen así sus posibilidades de acceder a financiamiento más barato, aunque en una primera etapa los requerimientos y las obligaciones de información sean menores. Los valores promedio del indicador de GC fueron satisfactorios, superiores al 50%. Como se observará posteriormente, en todos los casos se evidenció el rol activo del CA como órgano encargado de autorizar la emisión de bonos corporativos por aprobación expresa de la junta general de accionistas, que determina el límite de autonomía con que cuenta el CA. Al igual que en el caso chileno, la compañía que obtuvo el resultado más alto fue la empresa de propiedad del Estado.

Finalmente cabe señalar que el aporte de ambos países, Chile y el Perú, mejora el índice general de GC de manera sustantiva, tanto en lo que respecta al creciente volumen de emisiones corporativas, como en lo que refiere a la solidez de los marcos normativos e institucionales en materia de GC.

II. La gobernanza corporativa y la emisión de deuda corporativa en América Latina: inversionistas institucionales, banca de inversión, agencias calificadoras y nuevas evidencias empíricas²

*Germano Mendes de Paula
Kárem Cristina de Sousa Ribeiro
Neirilaine Silva de Almeida*

A. Introducción

Como resultado del desarrollo de los mercados de capitales (MC) en las últimas décadas, se han producido cambios en las decisiones de financiación de las empresas. El préstamo tradicional de los bancos ha dado paso a otras fuentes de recursos. Entre las diversas opciones se destacan las emisiones de valores ligadas a la renta variable (acciones) y el capital de terceros (títulos de la deuda), que se han convertido en alternativas cada vez más atractivas para atender las necesidades empresariales, sobre todo para financiar proyectos a largo plazo.

Junto a la ampliación de la integración financiera internacional y al creciente dinamismo del MC, también se han verificado casos de falta de transparencia, asimetrías de la información y conflictos de intereses en las compañías. Los escándalos corporativos que culminaron en grandes pérdidas para varios participantes del mercado han demostrado la necesidad de adoptar prácticas que eviten, o al menos reduzcan, esos problemas. Así, la gobernanza corporativa (GC) se ha convertido en un requisito indispensable para el desarrollo de los MC, porque es preciso ofrecer incentivos apropiados al consejo de administración (CA) y al cuerpo directivo para promover el logro de objetivos que respondan a los intereses de la compañía y de sus accionistas, así como facilitar una supervisión eficaz.

² Los autores agradecen los comentarios de Hugo Luis Caneo Ormazabal, Sebastián Nieto-Parra, Andrés Oneto, Georgina Núñez y de los demás participantes del taller de expertos celebrado en Santiago, Chile, en junio de 2014. Los posibles errores y omisiones son exclusiva responsabilidad de los autores.

Uno de los últimos ejemplos de las dificultades experimentadas en los MC se produjo durante la crisis financiera mundial de 2008-2009, que se originó en los Estados Unidos y afectó a la economía de los países desarrollados y en desarrollo. Es claro que si se hubiera contado con mejores prácticas y estructuras de gobernanza, podrían haberse atenuado los efectos de la crisis. Como resultado de dicha crisis empezó a prestarse significativa atención a las deficiencias de la GC, y se plantearon cambios en la normativa y una mejor aplicación de las normas de la GC, esenciales para fortalecer los MC.

En relación con esta problemática, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), CAF-banco de desarrollo de América Latina y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) han profundizado en la identificación de los efectos de la GC en el desarrollo de los MC en la región desde mediados de la década de 2000. En fases anteriores del proyecto se estudiaron los mecanismos de regulación existentes en América Latina, las mejores prácticas de GC y las experiencias registradas en países seleccionados, y se reflexionó acerca de los beneficios y los costos de la adopción de las mejores prácticas de GC (Núñez, Oneto y De Paula, 2009; Núñez y Oneto, 2012). Los aportes de esos estudios mostraron que un mejor desempeño en materia de GC no solo permite reducir las asimetrías de la información (pues se promueve un trato más equitativo de los accionistas minoritarios y se definen las relaciones entre los ejecutivos, el directorio y los accionistas) y minimizar los conflictos de agencia, sino que también facilita el acceso al MC, y esto se traduce en una mejora tanto del desempeño empresarial como de la imagen corporativa presentada ante los inversores y los grupos interesados (*stakeholders*).

El proyecto de la CEPAL, CAF y el BID está en su tercera etapa. Desde la segunda fase de dicho proyecto, la prioridad ha sido investigar las cuestiones de GC pertinentes a la emisión de títulos de deuda en los países latinoamericanos. En la segunda etapa se formuló un indicador que mide la calidad de la GC sobre la base de la emisión de títulos de deuda corporativa. Este indicador se aplicó a empresas de distintos sectores económicos en tres países de la región: Brasil, Colombia y México. Los resultados evidenciaron algunas deficiencias en la gobernanza de las empresas, que deberían ser revisadas por los distintos agentes del mercado a fin de lograr mejores condiciones para la emisión de deuda, y señalaron la necesidad de crear comités responsables de las decisiones de financiación y de inversiones, así como del control interno y de la identificación y el control de los riesgos de los negocios.

En esta etapa del proyecto, además de medirse la calidad de la GC en relación con la emisión de deuda en las compañías de dos nuevos países, se pasó a analizar la importancia de nuevos agentes relevantes: los inversionistas institucionales, los bancos de inversión —como colocadores (*underwriters*)— y las agencias de calificación (*rating agencies*). Así, se espera realizar un análisis más completo del papel de la GC en el desarrollo del mercado de emisión de deuda.

Este enfoque es relevante ya que cada uno de estos actores tiene un papel fundamental en la determinación del costo de emisión y en el desarrollo del MC. Los bancos de inversión, en cuanto colocadores, se encargan de estructurar los títulos a emitir y de conseguir posibles demandantes, y estimulan así el crecimiento del MC. Las actividades de los bancos de inversión también contribuyen al desarrollo del mercado secundario de títulos de deuda, cuando su capital es utilizado para comprar esos títulos. Las calificadoras de riesgo, a su vez, señalan la posibilidad de que las empresas incurran en incumplimiento y, por lo tanto, afectan los costos de endeudamiento de dichas compañías. Como resultado de la interacción de todos estos actores se determina el costo final de emisión de los bonos, que está compuesto por el margen (*spread*) primario y la comisión de colocación (*underwriting fee*).

De esta forma, el estudio tiene por objeto examinar la calidad de la GC en Chile y el Perú en relación con la emisión de deuda, empleando el mismo indicador utilizado en las etapas anteriores del proyecto para asegurar la comparabilidad de los datos con los obtenidos en los casos del Brasil, Colombia y México. La inclusión de las experiencias chilena y peruana es muy oportuna, ya que esas naciones, junto con Colombia, integran, desde mediados de 2009, el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), mientras que México ingresó formalmente al MILA en junio de 2014.

Además de esta introducción, este capítulo se compone de otras cinco secciones. En la segunda sección se discute la relación entre los conceptos de GC, deuda corporativa, inversionistas institucionales,

bancos de inversión y agencias de calificación. En la tercera parte se presenta una breve contextualización del desarrollo del mercado de deuda corporativa en América Latina, así como una visión general de la información estadística sobre la emisión de deuda en los países desarrollados y en desarrollo, en general, y en la región, en particular. La estructura del indicador de GC y los resultados de su aplicación en las empresas del Brasil, Colombia y México, estimados en la segunda etapa de este proyecto, se muestran en la cuarta sección. Los resultados consolidados de los estudios de caso de Chile y el Perú se presentan el quinto apartado de este capítulo. Por último, las conclusiones se formulan en la última sección.

B. La gobernanza corporativa, la deuda corporativa, los inversionistas institucionales, los bancos de inversión y las agencias calificadoras

1. Los inversionistas institucionales

Los inversionistas institucionales son organizaciones que tienen la obligación legal de invertir parte de sus activos en el mercado financiero. Principalmente, este grupo está compuesto por los fondos de pensiones, las compañías de seguros, los fondos de capital privado (*private equity*) y los fondos de inversión, que son responsables del movimiento de grandes cantidades de recursos. En muchas situaciones, son actores clave para el fortalecimiento del MC en distintas regiones del mundo, incluida América Latina.

Los inversionistas institucionales desempeñan un papel importante en comparación con otros actores de los mercados financieros globales. En 2010, la participación de los inversionistas institucionales representó casi la mitad de la renta variable del mundo, con un valor total de mercado de 26 billones de dólares. Esta cifra supone un aumento de alrededor del 40% en relación con el valor alcanzado en 1995. La participación de los inversionistas institucionales en el capital flotante (*free float*) probablemente sea mucho mayor (Çelik e Isaksson, 2013). Según datos más recientes, los activos administrados por los inversionistas institucionales en 2012 fueron equivalentes al 196% del producto interno bruto (PIB) de los Estados Unidos, y al 91% del PIB de Chile (OCDE, 2013b).

Cabe resaltar que los inversionistas institucionales tienen una gran disponibilidad de recursos y con frecuencia invierten en acciones y bonos. Cuando deciden comprar acciones, tienen la oportunidad de participar en forma activa en las organizaciones en que invierten: pueden ejercer su derecho a voto, monitorear continuamente la gestión de las empresas en que participan, asistir en el proceso de toma de decisiones y contribuir a la reducción de las asimetrías de la información³.

Además, al procurar la seguridad de sus inversiones, los inversionistas institucionales tienden a dirigir sus recursos a las empresas que presentan los mejores estándares de GC, o que al menos se comprometen a adoptar dichas prácticas en el futuro cercano. No obstante, no existe consenso en cuanto al papel de los inversionistas institucionales.

Romano (2001), por ejemplo, resalta que los inversionistas institucionales han tomado una postura activa al supervisar la gestión de las compañías en que participan. Como resultado de esta práctica es posible mitigar algunos de los riesgos, en la medida en que su conducta activa en la gestión de las empresas debería contribuir al mejoramiento de la GC, y al incremento del rendimiento de las firmas (OCDE, 2009).

Por otra parte, Gillan y Starks (2003) destacan que el número de inversionistas institucionales que en realidad tienen un papel activo en las empresas es pequeño, a consecuencia de los costos asociados al

³ En OCDE (2011a) puede consultarse un análisis del rol de los inversionistas institucionales para impulsar mejoras en la GC, a través del estudio de las experiencias australiana, chilena y alemana.

monitoreo. Por lo tanto, es más probable que solo los grandes inversionistas institucionales (que pueden generar economías de escala y reducir los costos de monitoreo) estén en condiciones de supervisar a las firmas desde su portafolio de inversión. Además, para Kahn y Winton (1998), la decisión de supervisar y de intervenir en la gestión de las compañías está sujeta a los beneficios que esta práctica suponga para los inversionistas institucionales. Así, pueden optar por tener un papel pasivo, o por participar activamente en las decisiones de las corporaciones cuando dicha participación conlleve beneficios adicionales.

Çelik e Isaksson (2013) argumentan que hay grandes diferencias en cuanto a la participación activa de las distintas categorías de inversionistas institucionales (los fondos de pensiones, los fondos mutuos y las compañías de seguros), así como importantes discrepancias de conducta en cada categoría. El nivel de participación activa depende de una serie de factores, como los incentivos económicos relacionados con los diferentes modelos de negocios, las estrategias de inversión y las prácticas comerciales. Cuando la participación no es parte central del modelo de negocios, las normas voluntarias y las políticas públicas que tienen por objeto promover dicha participación de los inversionistas institucionales para inducir mejoras de la GC tienden a tener un efecto limitado.

Clarke, en el cuarto capítulo de este documento, examina la experiencia chilena y constata que es habitual que, en los CA de las sociedades anónimas abiertas, una mayoría de directores sean electos mediante los votos del grupo controlador, y que un conjunto de directores independientes, que han sido respaldados por los inversionistas institucionales, sean nombrados por la junta de accionistas. Esto permite crear un ambiente de control más efectivo en el seno del CA y también en la junta de accionistas, instancia que tiene una alta incidencia en las decisiones relativas a las políticas de endeudamiento de la empresa, entre otras.

Clarke también resalta el papel positivo de los inversionistas institucionales chilenos, particularmente las administradoras de fondos de pensiones (AFP), en el mejoramiento de la gobernanza de las empresas en que invierten. Debe señalarse que, por normativa, las AFP chilenas tienen un límite máximo del 7% del capital de cualquier emisor individual. Debido a tales límites se reduce significativamente el impacto potencial de los fondos de pensiones individuales en la gobernanza, y se elimina la posibilidad de que se conviertan en accionistas de control. Por otro lado, el impacto colectivo de las acciones de los fondos de pensiones posee gran alcance, ya que la ley les permite expresamente coordinar sus votos y utilizar el voto acumulativo para alcanzar el 12,5% de los votos necesarios para asegurar la elección de un director en un CA de siete miembros.

En la última década, los inversionistas institucionales (que eran principalmente accionistas) han cambiado sus estrategias de inversión: han comenzado a reducir la asignación de recursos para acciones y han optado por una inversión adicional en títulos de deuda (OCDE, 2013a). Esa decisión impacta las estrategias de financiación de las empresas, ya que los inversionistas institucionales responden a la demanda de grandes volúmenes de bonos y están sujetos a mayores controles y restricciones. Con el fin de sacar provecho de esta demanda, las firmas se ven obligadas a preocuparse por la transparencia de sus conductas y por el fortalecimiento de su estructura de GC. Por esta razón, los inversionistas institucionales pueden ser agentes clave del desarrollo de la GC, a través de la compra de bonos.

De hecho, debido a que tienen la responsabilidad de administrar los fondos de terceros, los inversionistas institucionales tienden a exigir una mayor seguridad de sus inversiones, y a seleccionar títulos de deuda mediante el análisis de los siguientes elementos: i) la existencia de consejeros⁴ independientes; ii) la forma en que el emisor toma sus decisiones de inversión y de financiación; iii) la presencia de normas que mejoren la GC, y iv) la existencia de políticas de la compañía en que se contemplen las conductas necesarias para resolver posibles conflictos de interés entre los emisores y los inversionistas institucionales (Núñez y Oneto, 2012).

El papel activo de los inversionistas institucionales en la supervisión de las decisiones de gestión permite mejorar el funcionamiento del MC y optimizar el rendimiento y el valor de los emisores,

⁴ También denominados directores en América Latina. En el marco de este documento, estas expresiones son sinónimas.

y contribuye a la mejora de la GC, especialmente en países caracterizados por la concentración de la propiedad (OCDE, 2009). En otras palabras, los inversionistas institucionales pueden desempeñar un papel crucial en la actuación de los emisores, cuando demandan mejores prácticas de GC y favorecen así la reducción del riesgo de sus inversiones.

En el tercer capítulo de este documento, Avendaño y Nieto-Parra investigan las emisiones de títulos corporativos de los países emergentes en los mercados internacionales en el período comprendido de 1991 a 2009. A pesar de que los datos no se presentan desagregados por región, las conclusiones de ese capítulo bien pueden ser aplicables a la experiencia latinoamericana, en la medida en que la participación de la región en la muestra representa aproximadamente la mitad del número de emisiones y cerca del 40% del monto total emitido. Los autores concluyen que el costo de capital de esos títulos de deuda depende de una combinación de los factores macroeconómicos y de las características de los emisores y de las emisiones. En particular, la percepción del riesgo de crédito de las agencias de calificación y las variables resultantes de la interacción de los emisores y los colocadores de títulos inciden en el costo de esas emisiones.

Avendaño y Nieto-Parra señalan que, mientras que el margen corporativo se deriva de las variables macroeconómicas (incluida la calificación del riesgo soberano), las variables de la compañía son más relevantes para establecer las comisiones de colocación, dado que estas comisiones son una función decreciente de la reputación de los bancos colocadores de los bonos y de la percepción de las agencias calificadoras con respecto a la empresa emisora. Este resultado sugiere que los inversionistas institucionales (que determinan el precio o margen primario de los títulos emitidos) prestan menos atención a la sostenibilidad financiera de los emisores que los bancos de inversión (que determinan la comisión de colocación).

2. Los bancos de inversión

También debe ponerse de relieve el papel de los bancos de inversión, que contribuyen a las operaciones de las compañías, tanto a la satisfacción de las necesidades de recursos financieros como al fortalecimiento de sus procesos de capitalización (Nieto-Parra, 2012). Dichas instituciones suscriben y distribuyen los valores de deuda de las empresas, y tienen por objeto garantizar que sus títulos tengan características más atractivas para los inversores (Weston y Brigham, 2004). Por medio de esta práctica, llamada colocación (*underwriting*), los bancos de inversiones intermedian en las operaciones de los emisores y, por lo tanto, solicitan una mayor transparencia y supervisan las decisiones de negocios. Ellos ofrecen seguridad a las compañías, al aumentar las posibilidades de colocación de sus títulos en el mercado, y a los inversores, al señalarles el grado de riesgo de la inversión (Fang, 2005).

Los bancos de inversión también reducen las asimetrías de la información en el proceso de emisión de títulos de deuda. Dichos bancos necesitan incorporar información adicional lo más completa posible, ya que corren el riesgo de que el emisor no cumpla con sus obligaciones y, en consecuencia, incurra en incumplimiento (*default*). Fang (2005) y McCahery y Schwienbacher (2010), entre otros, indican que en ese proceso los bancos con buena reputación en el mercado tienden a asociarse con emisores que supongan un menor riesgo. Igualmente, los valores de la deuda garantizados por los bancos de inversión con buena credibilidad tienden a ser más fiables y, en consecuencia, se espera que conlleven un menor riesgo.

Fang (2005) refuerza el argumento al enfatizar la importancia que los bancos de inversión atribuyen al mantenimiento de su reputación. La deshonestidad, que puede incluso traducirse en ganancias a corto plazo, supone la pérdida de credibilidad y, en consecuencia, menores beneficios futuros. Debido a la posibilidad de perder la reputación, los bancos de renombre eligen las emisiones más fiables, que representen un menor riesgo para los inversores.

Para evitar la pérdida de reputación, los colocadores buscan obtener la mayor cantidad de información posible acerca de sus clientes, para identificar potenciales problemas que podrían

traducirse en un aumento del riesgo de las emisiones. A la luz de estos análisis críticos en la definición de las emisiones que se suscriben, los inversores tienden a tener mayor confianza en los títulos suscritos por los bancos de mejor reputación. Los bancos de inversión pequeños, a su vez, tienen mayor dificultad para prestar dicha garantía en el mercado, ya que generalmente no pueden pagar los costos que supone la obtención de información fidedigna sobre la situación de los emisores (McCahery y Schwienbacher, 2010). Según señalan Avendaño y Nieto-Parra respecto de la experiencia de emisión de deuda internacional corporativa basada en los países en desarrollo, en el período comprendido de 1991 a 2009 los diez bancos de inversión más importantes han cubierto más del 80% de la participación de mercado.

Los bancos con mejor reputación tienden a ofrecer mejores condiciones a sus clientes, con el fin de mostrar en el mercado una garantía de calidad (McCahery y Schwienbacher, 2010). Sin embargo, de hecho no hay consenso en lo que respecta al efecto de la reputación de los bancos de inversión sobre los precios y los aranceles de suscripción (Fang, 2005). Logue y otros (2002) identificaron que los costos aumentan de acuerdo con la reputación del banco de inversión: los bancos de alta reputación cobran comisiones más altas, que pueden ser interpretadas como rentas económicas derivadas de la reputación. En cambio, Carter y Manaster (1990) y Livingston y Miller (2000) encontraron una relación inversa. Una posible interpretación de este resultado es que los colocadores de más alto prestigio tendrían mayor poder de negociación para lograr que los miembros del sindicato de colocación aceptaran comisiones más bajas. En el caso de las emisiones internacionales corporativas basadas en países en desarrollo, la comisión de colocación también es una función decreciente de la reputación de los bancos de inversión, según señalan Avendaño y Nieto-Parra.

Además, la relación entre las compañías y los bancos de inversión es un factor que puede afectar el costo del financiamiento, ya que los beneficios obtenidos en el proceso de emisión son más altos para las empresas que tienen más relación con los bancos de inversión (Fang, 2005). Esto se debe a la reducción de las asimetrías de la información y a la mayor supervisión realizada por el banco (Boot, 2000). La utilización del banco de inversión que hizo las suscripciones de emisiones anteriores trae consigo el establecimiento de una relación más estrecha entre el emisor y el banco de inversión, que llega a conocer mejor las operaciones del emisor. Este hecho contribuye a la disminución de los costos de suscripción de los títulos. Por lo tanto, la lealtad tiende a estar asociada a tasas más bajas de suscripción.

En lo que respecta a la experiencia de los países en desarrollo, se comprueba que solamente en el 23% de las emisiones corporativas el colocador difiere del de las emisiones anteriores, porcentaje que contrasta con el 80% observado en el caso de las emisiones soberanas. Esto sugiere que las empresas de los mercados en desarrollo podrían seguir una estrategia diferente con respecto a su colocador y que, por lo tanto, no rotarían en la misma proporción que sus contrapartes soberanas, según señalan Avendaño y Nieto-Parra.

Las diferencias en los costos de las emisiones internacionales y nacionales constituyen otro punto a destacar. La moneda de la emisión de deuda es crucial en la definición de los costos de suscripción. Las emisiones denominadas en las principales monedas (euros, yenes y dólares) tienden a tener menores tasas de suscripción que las emisiones denominadas en monedas menos utilizadas en los mercados internacionales (Nieto-Parra, 2012). Esto puede deberse a la mayor capacidad (y, por lo tanto, al menor esfuerzo requerido) para colocar títulos de deuda denominados en estas monedas, resultante de una mayor demanda de los inversionistas institucionales. En la experiencia de los países en desarrollo, la denominación en euros, yenes y dólares es de cerca del 95% del total emitido, según afirman Avendaño y Nieto-Parra.

Además, con posterioridad a la emisión, los bancos continúan examinando las conductas de los emisores e incluso proporcionan servicios de gestión de riesgos (Boot, 2000). A medida que estas instituciones tienen más recursos para analizar y monitorear el desempeño de las emisiones de títulos de deuda, la relación con los bancos de inversión de renombre puede suponer una señal positiva para los inversores, así como las calificaciones crediticias (*ratings*) de las agencias calificadoras.

3. Las agencias calificadoras

El aumento de las emisiones de valores también permite destacar el papel de las agencias de calificación. Estas empresas se encargan de evaluar las condiciones de crédito de los países, los bancos y las compañías no financieras para asignar calificaciones acerca de la capacidad de los emisores para cumplir con sus obligaciones. Por lo tanto, dichas calificaciones tienden a influir en la financiación otorgada por terceros, ya que las empresas que proporcionan mayor seguridad a sus acreedores poseen mejores calificaciones y, en consecuencia, tienen una mayor facilidad para recaudar fondos a través de títulos de deuda. En otras palabras, los inversores prefieren invertir en valores con calificación superior y exigir tasas más altas de interés a los valores que no estén bien calificados.

De acuerdo con Becker y Milbourn (2011), el papel de las agencias de calificación es esencial para el buen funcionamiento del sistema financiero y el fortalecimiento de los inversionistas institucionales. Dichas agencias cumplen un rol destacado en la asignación de recursos de las compañías de seguros y de los fondos de pensiones. Fitch Ratings, Moody's y Standard & Poor's son usualmente consideradas las principales compañías, y cuentan con la mayor credibilidad en la evaluación de los riesgos de las emisiones.

Como resultado de la calificación de riesgo se reducen las asimetrías de la información y se permite a los interesados formar sus opiniones y tomar decisiones (Gruić y Wooldridge, 2012). Las calificaciones de riesgo —que se realizan principalmente a partir del análisis de los estados financieros, los controles internos y las funciones de administración— son relevantes en lo que respecta a la divulgación de la solidez financiera y operativa de las organizaciones. Dichas calificaciones pueden influir en la financiación brindada por terceros. Debido a que las firmas más fiables tienden a recibir las calificaciones más altas, estas comercializan sus títulos de deuda con mayor facilidad (Juárez, 2012).

La identificación del riesgo de no pago de los títulos de deuda se realiza sobre la base de la metodología de cada empresa. En este escenario, en los estudios se indica que la reputación de la agencia calificadora en el mercado influye en la toma de decisiones de los inversores. Según White (2001), las agencias internacionales de calificación crediticia deben ser más influyentes en la definición de la calificación en comparación con las empresas nacionales, ya que tienen una mayor credibilidad en el mercado. Por lo tanto, se espera que los inversores confíen más en la calificación de riesgo de las empresas que presentan un buen índice de reputación.

La evaluación del país también contribuye a la determinación de la calificación de las compañías emisoras, ya que es poco frecuente que una compañía reciba una calificación superior a la de su país. En otras palabras, los emisores tienden a recibir como máximo la misma calificación que se le otorga al país, independientemente de sus condiciones de crédito. En lo que respecta a las emisiones de títulos internacionales de firmas establecidas en países en desarrollo, la evidencia empírica presentada por Avendaño y Nieto-Parra en el tercer capítulo de este documento permite confirmar que cuanto mejor es la percepción del riesgo país y de crédito de las agencias de calificación, menor es el costo de emisión. Es importante reconocer que los cambios de calificación crediticia de un país muchas veces tienen impactos relevantes en la atracción de inversiones extranjeras, y como resultado de esto puede reforzarse la calificación crediticia soberana. Así, de acuerdo con dichas calificaciones pueden acelerarse determinadas trayectorias, tanto positiva como negativamente.

Además de proporcionar información sobre el riesgo de los valores emitidos, las agencias de calificación deben identificar y seguir los cambios registrados en el mercado o en las empresas que puedan, más adelante, afectar la calificación. Esta es una manera de contribuir al correcto funcionamiento del MC. Sin embargo, no hay consenso en la literatura acerca de la efectividad de las calificaciones (Boot, MILBOURN y Schmeits, 2006). De hecho, su credibilidad se puso a prueba en 2008, cuando, a consecuencia de la crisis financiera global, se evidenció que las calificaciones emitidas por las agencias de calificación no eran fiables. Los analistas del mercado consideraron que dichas calificaciones habían carecido de la capacidad de reflejar la verdadera situación de las compañías, ya que en las valoraciones emitidas se había subestimado el riesgo de crédito de las hipotecas. En consecuencia, la metodología de las agencias de calificación fue muy criticada.

Después de la crisis de 2008 cambiaron las regulaciones de las metodologías de las agencias de calificación. No obstante, pese a las mejoras implementadas, algunos aspectos de la GC que afectan el riesgo de las empresas, tales como la ética y la cultura empresariales, aún no forman parte de las metodologías de valoración. De este modo se refuerza el argumento según el cual el aporte real de las calificadoras de riesgo a la difusión de las mejores prácticas internacionales de GC sigue siendo escaso. Estos aspectos son relevantes, pues aunque una determinada compañía tenga una sólida posición financiera en el momento de la emisión de deuda titulizada, una conducta inadecuada de los directores podría traducirse en problemas en el futuro, a consecuencia de los cuales aumentaría el riesgo de incumplimiento. Por lo tanto, la evaluación de la estructura y del funcionamiento de la GC es relevante para determinar el riesgo de las emisiones de deuda, aun cuando esta no sean asimilada por las agencias calificadoras.

Sobre la base de la discusión planteada en las tres subsecciones anteriores es posible reafirmar que las prácticas de GC suponen beneficios para la captación de recursos a costos más bajos, contribuyen a una mejor calificación de riesgo y a la obtención de menores comisiones de suscripción de los títulos, y promueven la atracción de grandes recursos financieros administrados por inversionistas institucionales.

Asimismo, además de las prácticas de GC, las actuaciones de algunos agentes externos también deben ser consideradas para comprender el funcionamiento del mercado de títulos de deuda en América Latina. Varios factores contribuyen a la mitigación del riesgo y, en consecuencia, a la disminución de los costos de las emisiones de bonos: i) las buenas prácticas de GC; ii) las conductas activas de los inversionistas institucionales en las compañías emisoras; iii) la relación entre los bancos de inversión y los emisores de títulos de deuda, y iv) una buena calificación de riesgo de las agencias calificadoras.

En el marco de este escenario, al final de este capítulo se presenta, a modo de anexo, un cuestionario sobre diversos factores que inciden en la relación entre estos agentes y los emisores de títulos de deuda. Estos aspectos, expresados en forma de preguntas, se organizan en tres categorías: i) el papel de los inversionistas institucionales; ii) la función de los bancos de inversión, y iii) el rol de las agencias calificadoras. Dicho cuestionario puede ser de utilidad para la realización de nuevas investigaciones sobre este tema, en el marco de la experiencia latinoamericana o de otras regiones.

Es importante mencionar que otros agentes a los que no se hace referencia en este documento, y entre los que se destaca la auditoría externa, pueden desempeñar un papel relevante en el proceso de mejora de la GC. Lavados y Bakovic (2006) afirman que los auditores externos deben definir con precisión cuál va a ser su función en la revisión del control interno de la firma. Ellos deberían apoyar intensamente el fortalecimiento de los comités de auditoría en las compañías que auditan. Además, deberían definir con claridad su función en relación con el proceso de administración de riesgo de la empresa auditada.

En la próxima sección se presenta brevemente el contexto del mercado de bonos en la región, así como evidencia estadística sobre la escala del mercado de títulos de deuda corporativa en el mundo, en general, y en América Latina, en particular.

C. El mercado de deuda corporativa en América Latina

1. Breve contexto

Tradicionalmente, los bancos han sido considerados los principales proveedores de capital para las empresas, a corto y a medio plazo. Sin embargo, debido a los cambios de la estructura del sector financiero, la opción de emitir bonos, eurobonos y otros títulos de valores se ha convertido en una alternativa atractiva para las compañías (OCDE, 2013a). Es interesante ver que el promedio anual de ofertas públicas iniciales en los países miembros de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) ha disminuido de 1.170 en el período 1993-2000 a 650 en el período 2001-2012.

Respectivamente, los promedios anuales obtenidos también se han reducido de 134.000 millones de dólares a 70.000 millones de dólares (Isaksson y Çelik, 2013).

Debido al aumento de las emisiones (nacionales e internacionales) de bonos corporativos, en los últimos años se ha abierto una oportunidad de financiación para la expansión de los negocios. Desde esta perspectiva, crece la preocupación por la adopción de buenas prácticas de GC, que permitan incrementar la transparencia, mejorar la rendición de cuentas (*accountability*) y mitigar las asimetrías de la información y los riesgos asociados con la emisión de deuda.

En este sentido, la formulación de marcos regulatorios en que se promuevan las mejores prácticas de GC es esencial para obtener menores costos de emisión, atraer capital y fortalecer una fuente alternativa de financiamiento para las empresas, a fin de que sea posible mitigar los problemas derivados del sistema bancario tradicional, cuyo foco se sitúa principalmente a corto plazo. Esto es relevante porque, ante una estructura deficiente de la GC, el riesgo de los bonos corporativos tiende a aumentar y se ve afectada la expansión internacional de las empresas de la región (Núñez y Oneto, 2012).

Después de la crisis de la deuda experimentada en América Latina en los años ochenta, los cambios promovidos en las políticas económicas de los países de la región facilitaron el acceso al mercado internacional de títulos de deuda. Este incremento fue el resultado del potencial de crecimiento y de la mayor productividad de muchos países latinoamericanos (OCDE, 2011b).

El buen desempeño económico de la década de 2000, asociado a la mayor liquidez de los mercados globales, se tradujo en una mayor atracción de recursos para la región, y permitió el aumento significativo de la emisión de deuda corporativa y la mejora de la calidad del crédito. Se destaca también la labor realizada por varios países en cuanto al desarrollo de los marcos normativos e institucionales, así como en lo relativo al fomento del mercado secundario. Sin embargo, aunque se han obtenido resultados positivos, en líneas generales los mercados de títulos de deuda de América Latina continúan poco desarrollados (OCDE, 2011b).

En realidad, a pesar del fortalecimiento del mercado, existen varias deficiencias que todavía deben ser abordadas. La estructura familiar de las empresas, la alta concentración de la propiedad y las asimetrías de la información, por ejemplo, son obstáculos para el fortalecimiento de los MC, ya que dichas características no promueven la rendición de cuentas ni la adopción de las mejores prácticas de GC (Núñez y Oneto, 2012).

De cualquier forma, es importante tener en cuenta que en los mercados emergentes, antiguamente caracterizados por presentar calificaciones bajas, se observó una mejora de la calidad del crédito. Esto es particularmente notorio en América Latina. Este hecho, junto con las políticas gubernamentales, ha contribuido al desarrollo del MC en esta región (OCDE, 2011b), sobre todo en países como el Brasil, México, Colombia, Chile y el Perú.

En el Brasil, el MC se ha desarrollado principalmente a causa de la debilidad del sistema bancario para financiar a largo plazo, así como por la alta demanda de bonos y por la existencia de una infraestructura adecuada para el funcionamiento de dicho mercado (Saito, Sheng y Bandeira, 2007). A partir de 2004, en un entorno internacional favorable, en las compañías comenzó a aumentarse la captación de fondos mediante la emisión de valores. Sin embargo, en el Brasil todavía existen deficiencias que deberían revertirse, como la concentración de emisiones de deuda en unos pocos sectores y la baja liquidez del mercado secundario. En este sentido, el Banco Nacional para el Desarrollo Económico y Social (BNDES) del Brasil estimula el desarrollo del mercado mediante la compra de los títulos emitidos por las compañías.

En México, el crecimiento del mercado de bonos fue impulsado por la mayor demanda de los inversores. El uso de la emisión de deuda como una fuente alternativa de financiamiento ha sido una opción atractiva para las empresas mexicanas, que perciben la posibilidad de obtener fondos de manera competitiva en comparación con las fuentes tradicionales de financiación. Al igual que en otros países de la región, los principales responsables de la adquisición de títulos de deuda son los inversionistas institucionales (Núñez y Oneto, 2012).

En Colombia, durante la última década se produjo un importante crecimiento del mercado de bonos privados, cuyo valor máximo se alcanzó en 2009. De manera paralela, se han registrado avances significativos en lo que respecta tanto a la regulación como a los instrumentos del mercado. De hecho, la existencia de plazos más largos y de tasas de referencia menos volátiles ha contribuido al incremento de la liquidez del mercado y a la disminución del riesgo de los emisores y los inversionistas. Además, el sector real ha ganado una participación destacada en los últimos años. Sin embargo, recientemente el dinamismo de este mercado parece haber disminuido un poco, tanto en lo que refiere a la oferta como en lo relativo a la demanda (ASOBANCARIA, 2013).

En Chile se han producido reformas en el MC, entre ellas, la adopción de medidas encaminadas a lograr diversos objetivos, tales como una mayor disponibilidad de las emisiones, la flexibilización de los requisitos y de las condiciones de las emisiones, la liquidez del mercado, y la expansión del acceso de las pequeñas y medianas empresas a dicho mercado. La necesidad de financiación de las compañías del sector de infraestructura ha contribuido al desarrollo de los valores del mercado de la deuda de Chile, ya que estos valores tienen una buena calificación de riesgo. En cuanto a la demanda, el MC chileno se caracteriza por el protagonismo de las AFP, que son los principales inversionistas institucionales, seguidos de los inversores extranjeros y de los fondos de inversión. Sin embargo, en el mercado chileno todavía se enfrentan algunos problemas relacionados con la existencia de unos pocos emisores, la baja liquidez del mercado secundario y los altos costos de transacción, entre otras trabas (Mendoza y Reinoso, 2010).

En el Perú, el MC ha contribuido al desarrollo, al posibilitar que las empresas del país se financien a tasas competitivas. Esto se debe a varios factores, a saber, el crecimiento económico, la mejora de los marcos regulatorios, las políticas macroeconómicas, la estabilidad de la moneda nacional y la igualdad de trato entre los inversores nacionales e internacionales. La autoridad de supervisión del MC ha implementado medidas para promover el aumento de la participación de las pequeñas y medianas empresas en los mercados primario y secundario. Un paso importante fue la aprobación, en 2012, del reglamento de inversiones alternativas, que ha permitido la creación de un segmento para ofrecer valores emitidos por empresas de menor tamaño, con el objetivo de reducir los costos de emisión. No obstante, a pesar del crecimiento del mercado de valores, los principales proveedores de fondos para las empresas siguen siendo las entidades financieras, por lo que aún hay mucho espacio para que el MC siga desarrollándose (Carbajal, 2012). El gobierno actual ha trabajado en una reforma del MC basada en seis líneas maestras, incluidas la facilitación del acceso de nuevos fondos mutuos y de inversión, la mejora de la GC y la promoción del MILA.

El MILA tiende a constituirse en una gran oportunidad para el desarrollo del mercado de valores de los países que lo integran. Esta alianza internacional hará posible que los empresarios de diferentes países realicen inversiones más allá de sus fronteras, y que los emisores amplíen sus posibilidades de agenciarse recursos a bajo costo, gracias a la solidez de las bolsas que forman parte del mercado integrado.

El MILA presenta una serie de beneficios potenciales para los inversionistas, los intermediarios, los emisores y los países, entre ellos: i) más alternativas en lo que respecta a los instrumentos financieros; ii) mayores posibilidades de inversión; iii) acceso a más mercados bursátiles y una mejor evaluación del riesgo; iv) generación de nuevos portafolios diversificados por sectores, según el tipo de emisores con que cuenta cada bolsa; v) reducción de los costos de capital; vi) mayor demanda de financiamiento, al captarse el interés de un mayor número de inversionistas, e vii) integración de las economías de los países miembros, susceptibles de ser vistos como un bloque muy atractivo por los inversionistas del mundo.

En relación con el MILA, Agudelo y otros (2012) señalan que los países con mayor capitalización bursátil, como el Brasil, México y Chile, poseen menores costos de transacción asociados a la liquidez que países como el Perú, la Argentina y Colombia. Además se constató que existe una relación negativa entre los costos de transacción asociados a la liquidez y la actividad bursátil, así como entre dichos costos y la volatilidad de los rendimientos accionarios. Más importante aún, se encontró que existen diferencias significativas entre los mercados bursátiles de Chile, Colombia y el Perú que justifican su

integración en el MILA, y se observó que el ahorro potencial en materia de costos de transacción está asociado con un incremento del 10% de su actividad bursátil.

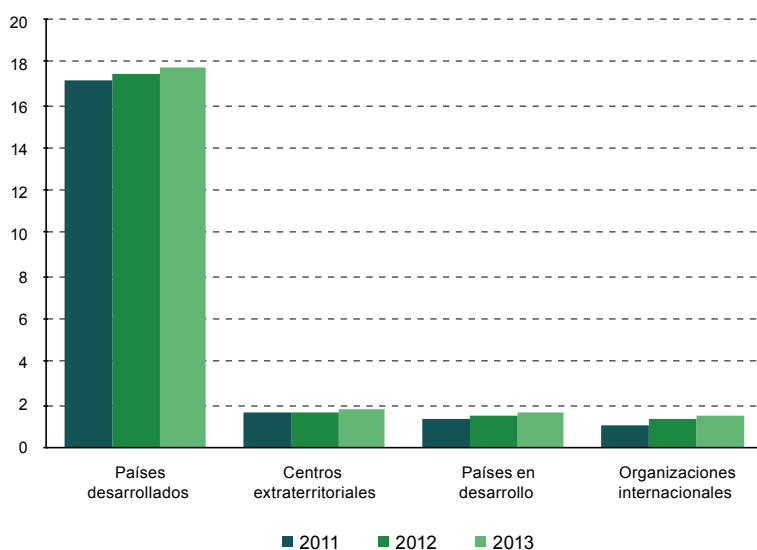
A pesar de las diferencias que existen entre las naciones latinoamericanas, es posible concluir que se ha realizado una tarea considerable. Sin embargo, el MC aún se encuentra en una etapa poco desarrollada. La dirección asumida parece ser la correcta, pero es probable que sea necesario acelerar los cambios para alcanzar un nuevo nivel.

Luego de este breve panorama cualitativo sobre la situación de algunos países representativos de la región, en la siguiente subsección se presentan evidencias cuantitativas de las emisiones de títulos de deuda a escala internacional.

2. La emisión de deuda internacional

La emisión de deuda internacional es muy frecuente en varios países desarrollados. En el gráfico II.1 se muestra que el acervo de títulos internacionales de deuda de los países desarrollados, considerando todos los tipos de emisores, totalizó casi 18 billones de dólares en 2013. Por su parte, el volumen acumulado de esos títulos emitidos por países en desarrollo fue equivalente a 1,7 billones de dólares. La participación de esos países en el total mundial se ha ampliado del 6,0% en 2011 al 7,5% en 2013.

Gráfico II.1
Acervo de títulos internacionales de deuda, 2011-2013^a
(En billones de dólares)

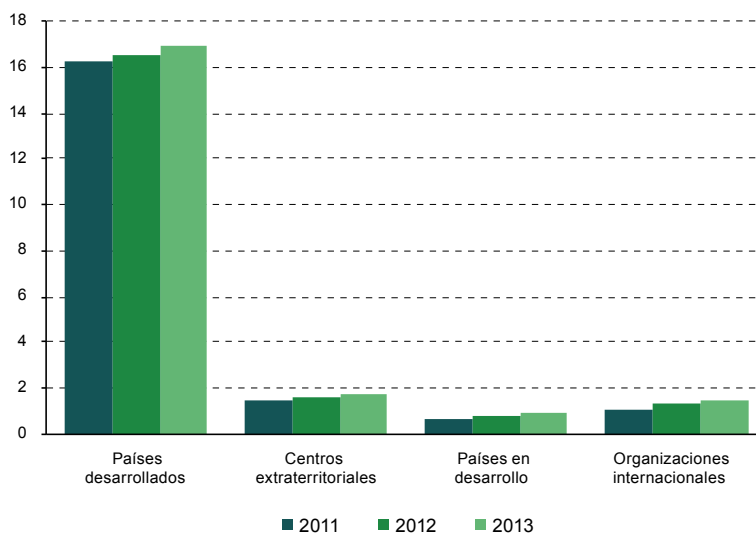


Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), 2014.

^a Valores a diciembre de cada año.

Es necesario resaltar que en los datos presentados en el gráfico II.1 se agregan todos los tipos de emisores, a saber: los bancos, otras instituciones financieras, las empresas no financieras y el gobierno central. De acuerdo con los objetivos de este documento, en el gráfico II.2 se muestra el acervo de títulos internacionales de deuda excluidas las emisiones del gobierno central (deuda soberana). Así, dicho acervo representa el volumen acumulado de las emisiones corporativas. Es cierto que los valores presentados no están estrictamente relacionados con las compañías privadas, pues también se incluyen las empresas y los bancos estatales. Aun así, el acervo de emisiones corporativas de los países desarrollados alcanzó cerca de 17 billones de dólares en 2013. En los países en desarrollo, el valor fue de 1 billón de dólares. La participación de estos países en el total global se ha expandido del 3,4% en 2011 al 4,6% en 2013.

Gráfico II.2
Acervo de títulos internacionales de deuda corporativa, 2011-2013^a
(En billones de dólares)

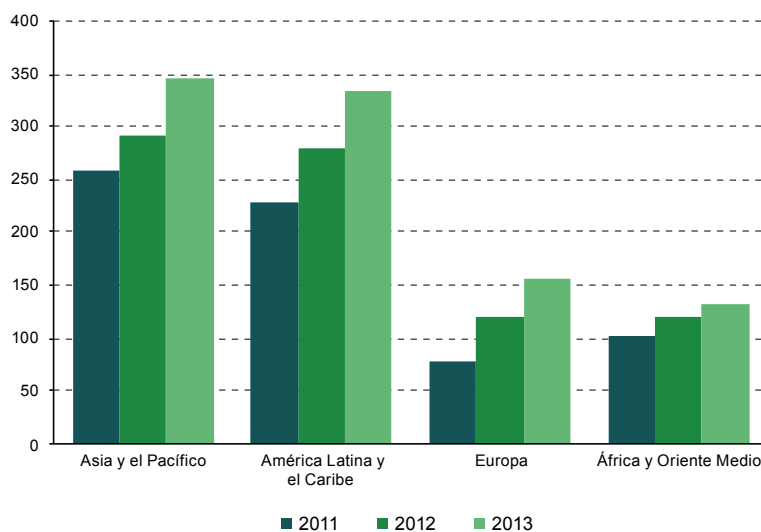


Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), 2014.

^a Valores a diciembre de cada año.

En 2013, el acervo de las emisiones internacionales corporativas de los países en desarrollo totalizó 346.000 millones de dólares en Asia y el Pacífico, 334.000 millones de dólares en América Latina y el Caribe, 158.000 millones de dólares en Europa (incluidas la Federación de Rusia, Turquía, Polonia, Hungría y Croacia) y 132.000 millones de dólares en África y Oriente Medio, como se verifica en el gráfico II.3. La participación latinoamericana y caribeña se ha mantenido estable en torno al 34% en ese contexto.

Gráfico II.3
Países en desarrollo: acervo de títulos internacionales de deuda corporativa, 2011-2013^a
(En miles de millones de dólares)



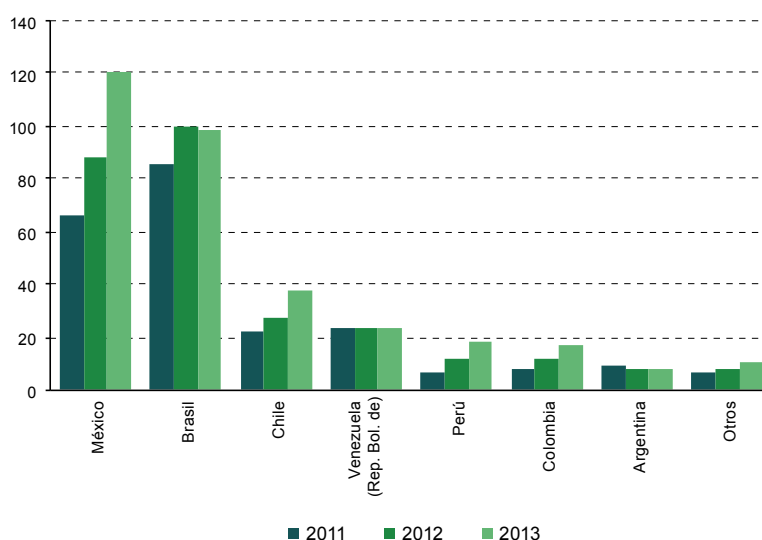
Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), 2014.

^a Valores a diciembre de cada año.

Con base en los datos brindados por el Bank for International Settlements (BIS) y el Banco Mundial, es posible estimar el tamaño del acervo de bonos internacionales como proporción del PIB. Si se consideran los países incluidos en el banco de datos del BIS, el acervo de la deuda corporativa internacional de los países en desarrollo fue equivalente al 3,6% del PIB en 2012. Ese mismo año, dicho índice fue del 9,6% en África y Oriente Medio, del 5,4% en América Latina y el Caribe, del 3,5% en Europa y solamente del 2,2% en Asia y el Pacífico.

En el contexto de América Latina, México alcanzó el mayor acervo de deuda internacional en 2013, seguido del Brasil (véase el gráfico II.4). Por un lado, se observa que el dinamismo de las emisiones mexicanas es mayor que el del Brasil. Por otro lado, la participación conjunta de esos dos países es equivalente al 66% del total de la región. En términos agregados, el volumen acumulado de deuda corporativa de Venezuela (República Bolivariana de), el Perú, Colombia y la Argentina es relativamente pequeño.

Gráfico II.4
América Latina: acervo de títulos internacionales de deuda corporativa, 2011-2013^a
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), 2014.

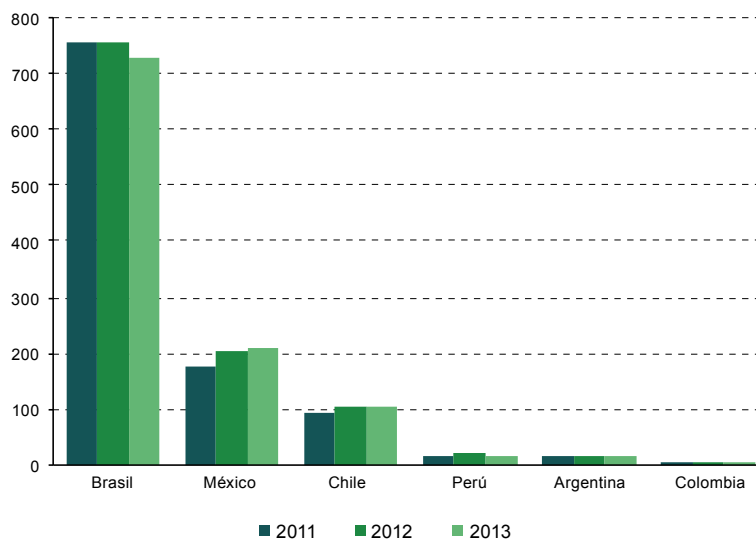
^a Valores a diciembre de cada año.

El resultado es muy diferente cuando el dato se ajusta de acuerdo con el tamaño del PIB. Sobre la base de ese criterio, el acervo de la deuda corporativa internacional de Chile fue equivalente al 10,3% del PIB en 2012. En los otros países, el índice fue del 7,5% en México, del 6,1% en Venezuela (República Bolivariana de) y en el Perú, del 4,4% en el Brasil, del 3,3% en Colombia, y del 1,6% en la Argentina.

En lo que respecta a la emisión de deuda interna, debe indicarse que en las estadísticas del BIS no se incluyen los valores correspondientes a los Estados Unidos, Alemania y el Reino Unido, entre otros. Es necesario enfatizar que hay muchas dificultades para disponer de esta información, debido a que, a pesar de los ajustes realizados por el BIS en la metodología en 2012, muchas veces este tipo de emisiones son privadas y no queda registro de ellas. La mayoría de los datos se obtienen de fuentes privadas o de agencias de noticias, lo que conlleva sus limitaciones.

En el Brasil, el acervo de los títulos de deuda interna corporativa totalizó 727.000 millones de dólares en septiembre de 2013, en comparación con 210.000 millones de dólares en México y 107.000 millones de dólares en Chile (véase el gráfico II.5). En los países restantes, los valores fueron iguales o inferiores a 15.000 millones de dólares. En cuanto a Venezuela (República Bolivariana de), no hay datos relativos a este país.

Gráfico II.5
América Latina: acervo de títulos nacionales de deuda corporativa, 2011-2013^a
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), 2014.

^a Valores a diciembre de 2011 y de 2012, y a septiembre de 2013.

Una vez más, a Chile le corresponde el índice más elevado cuando los valores son ajustados en función del PIB. De hecho, el acervo de la deuda corporativa nacional de Chile fue equivalente al 38,3% del PIB en 2012. En los demás países, el índice fue del 33,5% en el Brasil, del 17,3% en México, del 9,3% en el Perú, del 3,4% en la Argentina, y del 0,5% en Colombia.

Es importante mencionar que se eligió emplear la base de datos del BIS no solamente por cuestiones de estandarización, sino también porque en algunos países el ente regulador del país del emisor no efectúa el registro. Por lo tanto, en algunos de esos casos el registro solo es realizado por la autoridad del país donde se coloca la emisión.

Según las evidencias estadísticas recientes, el volumen absoluto acumulado de las emisiones corporativas latinoamericanas es relativamente pequeño en el contexto internacional, aunque satisfactorio si la comparación se establece con los países en desarrollo. Además, se observa una considerable concentración en el Brasil y en México, tanto en lo que respecta a las colocaciones internacionales (con una participación conjunta del 66% en el período 2011-2013), como en lo que se refiere a los respectivos mercados internos (un 88% en el mismo período).

Luego del breve examen de estas estadísticas, en la siguiente sección se analiza el indicador de GC en relación con la emisión de títulos de deuda, desarrollado en la segunda fase de este proyecto, y se presentan los resultados correspondientes al Brasil, Colombia y México.

D. El indicador de gobernanza corporativa y los títulos de deuda

1. El indicador

El indicador formulado en la etapa anterior del proyecto (Núñez y Oneto, 2012) permite analizar la GC desde el punto de vista del proceso de emisión de deuda, y su estimación contribuye a la identificación, la medición, la mitigación y la comunicación de los riesgos asumidos por la empresa. Debido a que en

esta sección se cubren brevemente los aspectos relacionados con la formulación de este indicador, se sugiere la lectura completa de este documento para obtener más detalles sobre la construcción de la metodología propuesta.

Los estándares considerados para formular el indicador de GC en relación con la emisión de títulos de deuda fueron agrupados en las siguientes categorías: i) el papel del CA; ii) la estructura del CA; iii) el papel del presidente del CA; iv) la selección de los consejeros (internos y externos), y v) los comités corporativos: el comité de auditoría, el comité de inversiones en activos financieros, el comité de finanzas corporativas y el comité de riesgos.

En la primera categoría se incluyen los estándares que orientan el papel del CA. Este órgano es responsable de establecer los objetivos, así como las estrategias empresariales adecuadas para alcanzarlos. El monitoreo del desempeño y la evaluación del cumplimiento de las políticas establecidas también constituyen algunas de las responsabilidades del CA. Para desplegar estas funciones es imprescindible que los consejeros reciban información oportuna y confiable. De esa manera pueden delegar responsabilidades en los comités de la compañía y establecer mecanismos para mejorar el proceso de toma de decisiones relativo a la inversión y la financiación. Por otra parte, se espera que los comités no participen en la administración cotidiana de la organización, sino en la dirección y la supervisión de las operaciones de negocio.

En cuanto a la estructura del CA, el ideal es que su tamaño permita a los consejeros desempeñar sus funciones y tomar sus decisiones en forma rápida y eficiente. Por lo general, el CA está compuesto por consejeros internos (ejecutivos) y externos (independientes o no). Es usual que los consejeros internos se encarguen de la administración y la operación de la empresa, y que los consejeros externos sean responsables de la supervisión de la organización. Se recomienda que el CA tenga por lo menos un 50% de consejeros externos, y que las funciones del presidente del CA (*chairman*) y del director general (CEO) no sean ejercidas por la misma persona.

La tercera categoría se refiere a las responsabilidades del presidente del CA, ejercidas en coordinación con los directores externos independientes. El objetivo es establecer mecanismos que permitan evaluar el desempeño del CA (en su totalidad y de cada miembro separadamente) y de los principales ejecutivos de la empresa, así como monitorear dichas evaluaciones. Es recomendable que las funciones del presidente del CA sean enumeradas claramente en los reglamentos internos de las compañías. La selección de los consejeros internos y externos, a su vez, debe estar basada en las experiencias y los conocimientos que permitan agregar valor a la firma. Otros criterios de selección son los siguientes: el número de consejeros externos debe ser mayor que el número de consejeros internos, y el porcentaje de consejeros independientes debe ser mayor o igual al 50% del total de los consejeros externos. La presencia de consejeros independientes es relevante para la resolución de posibles conflictos de interés. Además, es importante que el CA y los consejeros sean evaluados, a fin de que sea posible alinear los objetivos y las políticas de la empresa, y mejorar el rendimiento del propio CA.

En cuanto a los comités corporativos, solamente fueron considerados aquellos que claramente tienen responsabilidades en el proceso de emisión de deuda, a saber: el comité de auditoría, el comité de inversión financiera, el comité de finanzas corporativas y el comité de riesgos. El comité de auditoría tiene la responsabilidad de seleccionar y contratar a los auditores externos e internos, que deben informar directamente a dicho comité. El control de la información en diversas áreas de la empresa, la estructuración y la supervisión de los controles internos, y la elaboración de informes periódicos sobre el tema son algunas de las funciones del comité de auditoría. En lo que respecta al comité de inversión financiera, este comúnmente no existe en las empresas no financieras. Sin embargo, la responsabilidad de estructurar la estrategia de inversión y de producir información sobre los montos y los riesgos de las inversiones debe asignarse a dicho comité. El comité de finanzas corporativas es responsable de analizar e informar las necesidades de financiación, así como las alternativas para hacer frente a dichas necesidades. El seguimiento de la contratación de los intermediarios financieros necesarios para

completar el proceso de emisión de deuda es una de las funciones destacadas de dicho comité. El comité de riesgos es responsable del análisis y la identificación de los riesgos financieros y no financieros asumidos por la empresa, derivados ya sea de las inversiones en activos financieros, o bien de la emisión de deuda.

El hecho de que en algunos casos no existan estos comités no significa que las funciones mencionadas no se ejerzan. En tales casos dichas funciones deben ser cumplidas por el propio CA en pleno. Además, es importante reconocer que los comités de inversión financiera y de finanzas corporativas son menos frecuentes, incluso en compañías cuyas casas matrices están basadas en países desarrollados. Sobre la base de estos puntos, en el cuadro II.1 se detallan los temas de la GC que afectan la emisión de deuda.

Cuadro II.1
Estándares de gobernanza corporativa que inciden en la emisión de títulos de deuda

Categorías	Estándares
Papel del consejo de administración	<ol style="list-style-type: none"> 1. El consejo de administración deberá establecer los mecanismos que aseguren la obtención de información oportuna y confiable sobre todas las actividades de inversión y de financiamiento que realice la empresa. 2. El consejo de administración solo podrá delegar responsabilidades y funciones en los comités corporativos presididos por un consejero externo independiente.
Estructura del consejo de administración	<ol style="list-style-type: none"> 3. El consejo de administración deberá tener un tamaño que permita tomar decisiones en forma ágil.
Papel del presidente del consejo de administración	<ol style="list-style-type: none"> 4. El presidente del consejo de administración deberá establecer los mecanismos conducentes a la selección de los consejeros externos en función del valor que puedan aportar. 5. El presidente del consejo de administración deberá ser un consejero externo independiente.
Papel y selección de los consejeros (internos y externos)	<ol style="list-style-type: none"> 6. Los consejeros (internos y externos) deberán seleccionarse en función del valor que puedan aportar al consejo de administración. 7. Los consejeros deberán mantenerse actualizados sobre las necesidades de la empresa y de sus empleados.
Consejeros externos (o no ejecutivos)	<ol style="list-style-type: none"> 8. Los consejeros externos deberán dar a conocer ante el consejo de administración cualquier conflicto de intereses relacionado con la empresa del que tengan conocimiento. 9. El número de consejeros externos independientes deberá ser igual o superior al del resto de los consejeros.
Consejeros internos (o ejecutivos)	<ol style="list-style-type: none"> 10. Los consejeros internos deberán firmar certificados que los responsabilicen legal y penalmente de la información que generen y difundan, así como de la omisión de presentar información ante el consejo de administración. 11. El director de auditoría interna deberá ser un miembro del consejo de administración, e informar directamente a dicho consejo o a alguno de sus comités corporativos.
Comité de auditoría	<ol style="list-style-type: none"> 12. El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en control interno. <ol style="list-style-type: none"> i) El auditor externo deberá ser contratado por el comité, y responderá directamente a este. ii) El comité deberá aprobar los programas de auditoría interna y externa. iii) El comité deberá dar seguimiento a las observaciones resultantes de la auditoría interna y externa. iv) El comité deberá aprobar el diseño y el funcionamiento del sistema de control interno, cuya función central es la producción de informes. El comité será responsable del mantenimiento de un sistema de generación oportuna de informes, especialmente sobre aspectos financieros, control de riesgos y desempeño de la empresa y de sus directivos. v) El comité deberá elaborar informes periódicos para el director general (CEO) y el consejo de administración sobre el cumplimiento o la violación de las políticas de control interno.
Comité de inversiones en activos financieros	<ol style="list-style-type: none"> 13. El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en mercados financieros. <ol style="list-style-type: none"> i) El comité deberá estructurar la estrategia de inversión de los excedentes de tesorería de la empresa. ii) El comité deberá revisar la estrategia de inversión de la empresa con adecuada periodicidad.

Cuadro II.1 (conclusión)

Categorías	Estándares
Comité de financiamiento corporativo	14. El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en financiamiento corporativo. El comité deberá dictaminar sobre las necesidades de financiamiento y los mecanismos propuestos por la dirección general. i) El comité deberá aprobar la selección y la contratación de los intermediarios financieros que requiera la empresa para la colocación de los títulos financieros emitidos por ella.
Comité de riesgos	15. El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en administración integral de riesgos. i) El comité deberá contratar agencias evaluadoras y recibir informes periódicos sobre la cartera de instrumentos financieros de la empresa. ii) El comité deberá dictaminar sobre los reportes de riesgos financieros y de crédito relacionados con la cartera de inversiones en títulos financieros de la empresa, elaborados por su área de riesgos. iii) El comité deberá informar periódicamente si la tesorería de la empresa cumple la estrategia de inversiones o se desvía de esta. iv) El comité deberá presentar informes periódicos a la dirección general y al consejo de administración sobre la efectividad de la estrategia de inversiones. v) El comité deberá elaborar un inventario de los riesgos no financieros relevantes para la empresa, y especificar cuáles son cuantificables y cuáles no.

Fuente: Georgina Núñez y Andrés Oneto (coords.), *Gobernanza corporativa en el Brasil, Colombia y México: la determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda corporativa*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/CAF-banco de desarrollo de América Latina/Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 2012.

En resumen, todas las actuaciones del CA y de los comités, la independencia de los consejeros y el sistema de control interno son determinantes para la evaluación de los riesgos asumidos por la empresa y, por lo tanto, para la definición de sus costos de financiamiento. Después del establecimiento de las normas de GC que inciden en el proceso de emisión de títulos de deuda, en la siguiente fase del enfoque metodológico considerado se asignó un peso a cada categoría, con el fin de elaborar la matriz de valores de referencia (*benchmarks*) del indicador de GC, expuesta en el cuadro II.2.

Cuadro II.2
Matriz de valores de referencia del indicador de gobernanza corporativa medido con base en la emisión de títulos de deuda

Categorías	Valor de referencia
Papel del consejo de administración	2,075
Estructura del consejo de administración	0,094
Papel del presidente del consejo de administración	0,566
Papel y selección de los consejeros (internos y externos)	2,079
Comité de auditoría	1,885
Comité de inversiones en activos financieros	0,285
Comité de financiamiento corporativo	1,508
Comité de riesgos	1,508
Total	10,000

Fuente: Georgina Núñez y Andrés Oneto (coords.), *Gobernanza corporativa en el Brasil, Colombia y México: la determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda corporativa*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/CAF-banco de desarrollo de América Latina/Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 2012.

Esta ponderación se realizó teniendo en cuenta el grado de importancia que se asigna a cada categoría del indicador en el proceso de emisión⁵. La matriz de valores de referencia se expone en forma detallada en el cuadro II.3.

⁵ Véanse más detalles en Núñez y Oneto (2012).

Cuadro II.3
Matriz detallada de valores de referencia del indicador de gobernanza corporativa medido con base en la emisión de títulos de deuda

Categorías	Estándares	Estándares para bonos	Valor de referencia
Papel del consejo de administración	1. El consejo de administración deberá establecer los mecanismos que aseguren la obtención de información oportuna y confiable sobre todas las actividades de inversión (en activos financieros y no financieros) y de financiamiento que realice la empresa.	<p>1.1. ¿Autoriza la emisión de bonos, ya sea que el regulador requiera o no un prospecto de colocación?</p> <p>1.2. ¿El prospecto del bono cumple con los requerimientos de oferta pública del regulador?</p> <p>1.3. ¿Se conocen los usos de los recursos en la estrategia empresarial por proyecto o en la reestructuración de deuda?</p> <p>1.4. ¿Se conocen las implicaciones sobre las emisiones existentes y las acciones por niveles de apalancamiento?</p> <p>2.1. ¿Se delegan en el comité de financiamiento corporativo el diseño y el análisis de la emisión?</p> <p>2.2. ¿Se delega en el comité de riesgos el análisis de los riesgos financieros de la emisión?</p> <p>2.3. ¿Se delega en el comité de auditoría la definición de los reportes de control sobre la emisión?</p>	0,377 0,377 0,377 0,377 0,189 0,189 0,189
Estructura del Consejo de administración	3. El consejo de administración deberá tener un tamaño que permita tomar decisiones en forma ágil.	<p>3.1. ¿Tiene el consejo de administración un tamaño de 8 a 15 consejeros?</p> <p>3.2. ¿Tiene el consejo de administración un mínimo de consejeros externos del 50%?</p> <p>3.3. ¿Más de la mitad de los consejeros externos son independientes?</p>	0,031 0,031 0,032
Papel del presidente del consejo de administración	4. El presidente del consejo de administración deberá establecer los mecanismos conducentes a la selección de los consejeros externos en función del valor que puedan aportar.	4.1. ¿En la selección de algunos consejeros externos se prioriza su conocimiento en finanzas y particularmente en financiamiento corporativo?	0,189
	5. El presidente del consejo de administración deberá ser un consejero externo independiente.	5.1. ¿Es el presidente del consejo de administración un consejero externo independiente?	0,377
Papel y selección de los consejeros ejecutivos o internos, y de los consejeros no ejecutivos o externos	6. Los consejeros (internos y externos) deberán seleccionarse en función del valor que puedan aportar al consejo de administración.	<p>6.1. ¿Más del 50% de los consejeros tienen conocimientos sólidos y actualizados de finanzas corporativas?</p> <p>6.2. ¿Más del 50% de los consejeros externos tienen conocimientos sólidos y actualizados de finanzas corporativas?</p>	0,095 0,095
	7. Los consejeros deberán mantenerse actualizados sobre las necesidades de la empresa y de sus empleados.	<p>7.1. ¿Existe un programa de capacitación sistemático para los consejeros?</p> <p>7.2. ¿Cuentan con certificaciones en los temas financieros en que participan mediante la toma de decisiones?</p> <p>7.3. ¿Se revisa periódicamente el desempeño de cada consejero externo?</p>	0,189 0,189 0,189
Consejeros externos (o no ejecutivos)	8. Los consejeros externos deberán dar a conocer ante el consejo de administración cualquier conflicto de intereses relacionado con la empresa del que tengan conocimiento.	8.1. ¿Los consejeros externos señalan cualquier conflicto de intereses identificado en el proceso de emisión de bonos?	0,189
	9. El número de consejeros externos independientes deberá ser igual o superior al del resto de los consejeros.	<p>9.1. ¿Hay tres o más consejeros externos por cada consejero interno?</p> <p>9.2. ¿Es un comité de consejeros independientes el que elige a los consejeros externos?</p>	0,189 0,189

Cuadro II.3 (conclusión)

Categorías	Estándares	Estándares para bonos	Valor de referencia
Consejeros internos (o ejecutivos)	10. Los consejeros internos deberán firmar certificados que los responsabilicen legal y penalmente de la información que generen y difundan, así como de la omisión de presentar información ante el consejo de administración. 11. El director de auditoría interna deberá ser un miembro del consejo de administración, y deberá informar directamente a dicho consejo o a alguno de sus comités corporativos.	10.1. ¿Firman los consejeros internos como responsables legales y penales de la información relevante en una emisión de bonos, y de sus implicaciones para la situación financiera de la empresa? 11.1. ¿Es el director de auditoría interna un miembro del consejo de administración? 11.2. ¿El director de auditoría interna informa al consejo de administración o al comité de auditoría?	0,377 0,189 0,189
Comité de auditoría	12. El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en control interno. El auditor externo deberá ser contratado por el comité, e informar directamente a este. El comité deberá aprobar los programas de auditoría interna y externa, y deberá dar seguimiento a las observaciones resultantes de dicha auditoría. El comité deberá aprobar el diseño y el funcionamiento del sistema de control interno. El comité será responsable del mantenimiento de un sistema de generación oportuna de informes, especialmente sobre aspectos financieros, control de riesgos y desempeño de la empresa y de sus directivos.	12.1. ¿El comité de auditoría es presidido por un consejero independiente? 12.2. ¿El auditor externo es contratado por el comité de auditoría e informa a dicho comité? 12.3. ¿El comité de auditoría aprueba el programa de auditoría externa e interna? 12.4. ¿Se cuenta con un sistema efectivo de información sobre financiamiento corporativo? 12.5. ¿El comité elabora reportes periódicos para el consejo de administración y para la dirección general sobre el cumplimiento de las políticas de control interno en el uso de los recursos financieros?	0,377 0,377 0,377 0,377 0,377
Comité de inversiones en activos financieros	13. El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en mercados financieros. El comité deberá estructurar la estrategia de inversión de los excedentes de tesorería de la empresa. El comité deberá revisar la estrategia de inversión de la empresa con adecuada periodicidad.	13.1. ¿El comité de inversiones es presidido por un consejero independiente? 13.2. ¿El presidente del comité de inversiones tiene experiencia probada en estrategias de inversión? 13.3. ¿El comité sesiona por lo menos una vez al mes?	0,095 0,095 0,095
Comité de financiamiento corporativo	14. El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en financiamiento corporativo. El comité deberá dictaminar sobre las necesidades de financiamiento y los mecanismos propuestos por la dirección general. El comité deberá aprobar la selección y la contratación de los intermediarios financieros que requiera la empresa para la colocación de los títulos financieros emitidos por ella.	14.1. ¿El comité es presidido por un consejero independiente? 14.2. ¿El presidente del comité tiene experiencia probada en financiamiento corporativo? 14.3. ¿Es el comité el que dictamina sobre los requerimientos de financiamiento de la empresa y la forma de satisfacerlos? 14.4. ¿Es el comité el que selecciona a los intermediarios financieros para la colocación de los bonos emitidos por la empresa?	0,377 0,377 0,377 0,377
Comité de riesgos	15. El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en administración integral de riesgos. El comité deberá dictaminar sobre los reportes de riesgos financieros y de crédito elaborados por el área de riesgos. El comité deberá presentar informes periódicos a la dirección general y al consejo de administración sobre la efectividad de la estrategia de inversiones. El comité deberá aprobar el plan de tratamiento (mitigación, contención o traspaso) de los riesgos no financieros que presente la dirección general de la empresa.	15.1. ¿El comité de riesgos es presidido por un consejero independiente? 15.2. ¿El presidente del comité tiene experiencia y conocimiento probados en administración integral de riesgos? 15.3. ¿Es el comité de riesgos el que se encarga de dictaminar sobre los reportes de los riesgos financieros que enfrenta la empresa? 15.4. ¿Es el comité de riesgos el que presenta los riesgos de emisión de los bonos emitidos por la empresa?	0,377 0,377 0,377 0,377

Fuente: Georgina Núñez y Andrés Oneto (coords.), *Gobernanza corporativa en el Brasil, Colombia y México: la determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda corporativa*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/CAF-banco de desarrollo de América Latina/Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 2012.

Al aplicar el indicador es posible contar con un diagnóstico de las prácticas de GC, e identificar los aspectos relacionados con la emisión de bonos corporativos que pueden contribuir al mejoramiento y al aumento de la transparencia de los riesgos, a fin de que puedan obtenerse costos más bajos de financiación. Sin embargo, debe reconocerse que, como ocurre con la mayoría de los indicadores empresariales, dentro de cada categoría podrían considerarse otras preguntas y, de igual forma, la ponderación podría ser ajustada. En todo caso, se considera que esta matriz de estándares de GC es una herramienta que permite estandarizar y uniformar la medición del comportamiento de las firmas en distintos mercados.

Aunque el indicador presentado sea típicamente microeconómico (aplicable en el nivel de las compañías), indirectamente es influenciado por los factores legales e institucionales. Por ejemplo, es razonable suponer que la cualidad del cumplimiento de la ley (*enforcement*) sea un factor relevante para inducir a las empresas de un determinado país a adoptar (o no) las mejores prácticas de GC.

2. Los resultados previos del Brasil, Colombia y México

La aplicación del indicador en 14 empresas del Brasil, Colombia y México permitió identificar algunos aspectos que llaman la atención en cuanto a la estructura de la GC en las compañías consideradas. Debido a las dificultades para lograr que las propias compañías participaran y respondieran el cuestionario, el resultado del indicador se basó principalmente en la información pública que las empresas proporcionan al ente regulador.

Debe tenerse en cuenta que en el caso de Colombia, además de considerarse la información pública, se pudo entrevistar a los representantes de las firmas, lo que influyó positivamente el resultado del índice final. Esto permitió concluir que las empresas no informan públicamente y de manera consolidada sobre el cumplimiento de todos los requisitos de la GC, aun cuando cumplan con dichos requisitos y los documentos respectivos no sean confidenciales. Por lo tanto, si se considera únicamente la información pública (códigos de buen gobierno y estatutos, entre otros documentos), puede inferirse que las firmas tienen un desempeño menos completo del que en realidad las caracteriza en términos de GC. Efectivamente, tras las entrevistas, los valores del indicador resultaron ser más altos, pues se constató que las empresas cumplían con estándares que no necesariamente figuraban en los códigos y los estatutos, o en sus reportes.

En el cuadro II.4 se presenta una recopilación de los resultados correspondientes a los tres países considerados. En concreto, se observa que pocas empresas poseen los cuatro comités corporativos propuestos, y que los comités de riesgos, de finanzas corporativas, y de inversiones en activos financieros son los menos frecuentes. A todos los estándares relacionados con estos comités les correspondió una mediana igual a 0.

Cuadro II.4
Brasil, Colombia y México: recopilación de resultados

Categorías	Estándares	Valor de referencia	Máximo	Mínimo	Media	Mediana	
Papel del consejo de administración	Autorización de emisiones y acceso a información	1,1	0,377	0,377	0	0,215	0,377
		1,2	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377
		1,3	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377
		1,4	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377
	Delegación de responsabilidades en comités	2,1	0,189	0,189	0	0,027	0
		2,2	0,189	0,189	0	0,081	0
		2,3	0,189	0,189	0	0,081	0
Estructura del consejo de administración	Tamaño adecuado	3,1	0,031	0,031	0	0,266	0,031
		3,2	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031
		3,3	0,032	0,031	0	0,007	0

Cuadro II.4 (conclusión)

Categorías	Estándares	Valor de referencia	Máximo	Mínimo	Media	Mediana	
Papel del presidente del consejo de administración	Mecanismos de selección de consejeros	4,1	0,189	0,189	0	0,108	0,189
	El presidente es un consejero externo	5,1	0,377	0,377	0	0,054	0
Papel y selección de los consejeros (internos y externos)	Selección de consejeros en función del valor que puedan aportar	6,1	0,095	0,095	0	0,020	0
		6,2	0,095	0,095	0	0,029	0
	Consejeros actualizados	7,1	0,189	0,189	0	0,068	0
		7,2	0,189	0,189	0	0,081	0
		7,3	0,189	0,189	0	0,087	0,095
Consejeros externos (o no ejecutivos)	Dan a conocer la información en forma transparente	8,1	0,189	0,189	0	0,135	0,189
	Número de consejeros externos independientes	9,1	0,189	0,189	0	0,162	0,189
		9,2	0,189	0,189	0	0,014	0
Consejeros internos (o ejecutivos)	Firma de responsabilidades	10,1	0,377	0,377	0	0,162	0,189
	El director de auditoría es miembro del Consejo	11,1	0,189	0,189	0	0,122	0,189
		11,2	0,189	0,189	0	0,041	0
Comité de auditoría	Integración y responsabilidades del comité	12,1	0,377	0,377	0	0,242	0,377
		12,2	0,377	0,377	0	0,108	0
		12,3	0,377	0,377	0	0,189	0,377
		12,4	0,377	0,377	0	0,162	0
		12,5	0,377	0,377	0	0,189	0
Comité de inversiones en activos financieros	Integración y responsabilidades del comité	13,1	0,095	0,095	0	0,020	0
		13,2	0,095	0,095	0	0,034	0
		13,3	0,095	0,095	0	0,041	0
Comité de financiamiento corporativo	Integración y responsabilidades del comité	14,1	0,377	0	0	0	0
		14,2	0,377	0,377	0	0,108	0
		14,3	0,377	0,377	0	0,108	0
		14,4	0,377	0,377	0	0,081	0
Comité de riesgos	Integración y responsabilidades del comité	15,1	0,377	0,377	0	0,027	0
		15,2	0,377	0,377	0	0,108	0
		15,3	0,377	0,377	0	0,081	0
		15,4	0,377	0,377	0	0,135	0

Fuente: Georgina Núñez y Andrés Oneto (coords.), *Gobernanza corporativa en el Brasil, Colombia y México: la determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda corporativa*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/CAF-banco de desarrollo de América Latina /Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 2012.

En el cuadro II.5 se observa que el cumplimiento de las normas relacionadas con el papel del CA alcanzó, en promedio, un 74%, lo que indica que las prácticas de GC pertinentes al CA están siendo bien implementadas por las empresas. Sin embargo, el cumplimiento de las normas relacionadas con el papel y la selección de los directores y con el comité de auditoría fue, en promedio, del 44% y del 47%, respectivamente. Estos porcentajes muestran que el rendimiento de las prácticas de GC en estas categorías es inferior a la mitad del valor de referencia.

Cuadro II.5
Brasil, Colombia y México: media de los resultados de las principales categorías

Categorías	Valor de referencia	Media	Media/valor de referencia (en porcentajes)
Papel del consejo de administración	2,075	1,535	74
Estructura del consejo de administración	0,094	0,063	67
Papel del presidente del consejo de administración	0,566	0,162	29
Papel y selección de los consejeros (internos y externos)	2,079	0,919	44
Comité de auditoría	1,885	0,889	47
Comité de inversiones en activos financieros	0,285	0,095	33
Comité de financiamiento corporativo	1,508	0,296	20
Comité de riesgos	1,508	0,350	23
Total	10,000	4,555	46

Fuente: Georgina Núñez y Andrés Oneto (coords.), *Gobernanza corporativa en el Brasil, Colombia y México: la determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda corporativa*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/CAF-banco de desarrollo de América Latina/Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 2012.

Los resultados presentados en el cuadro II.5 indican que las normas relacionadas con los comités de finanzas corporativas y de riesgos (un 20% y un 23%, respectivamente) también fueron poco atendidas, principalmente debido a la ausencia de tales comités en la mayoría de las empresas analizadas. Esto podría interpretarse como el resultado de la ausencia de normas que recomienden su creación, que sí existen en lo que respecta al comité de auditoría y, en menor medida, a los comités de riesgo y de nominaciones.

E. Las nuevas evidencias

1. Los resultados de las experiencias chilena y peruana

Como se verá en detalle en los capítulos cuarto y quinto de este documento, el indicador de GC presentado en la sección anterior se aplicó a las empresas de Chile y el Perú. Las fuentes de datos consideradas fueron la información pública disponible y las entrevistas realizadas a directivos y consejeros. En esos capítulos se examinan las prácticas concretas de GC relativas a las conductas de esas empresas en el proceso de financiamiento vía deuda corporativa. La síntesis de los datos correspondientes a las empresas analizadas se presenta en el cuadro II.6.

Cuadro II.6
Chile y Perú: resultados del indicador de prácticas de gobernanza corporativa relativas a la emisión de deuda

Empresas	Países	Sectores	Indicador de gobernanza corporativa
Clínica Las Condes	Chile	Servicios	7,059
Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC)	Chile	Industrial	7,028
Corporación Nacional del Cobre (CODELCO)	Chile	Gubernamental	7,532
Administradora de Fondos de Pensiones ProVida (AFP ProVida)	Chile	Financiero	7,028
Banco de Crédito del Perú	Perú	Financiero	5,945
Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE)	Perú	Gubernamental	7,170
Corporación Lindley	Perú	Industrial	5,157
Ferreycorp	Perú	Servicios	6,038

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos consultados en los capítulos IV y V de este documento.

Con respecto a las compañías chilenas, se observa que los índices son relativamente altos (al menos un 70% del valor de referencia), y convergentes. Así, se verifica un buen cumplimiento legal y normativo en

las cuatro compañías analizadas. En general hay una alta tendencia en las empresas a incorporar consejeros que tienen conocimientos, formación y experiencia en las áreas de inversiones, financiamiento y riesgo. Sin embargo, en las mismas empresas no se estructuran adecuadamente los comités que apoyan tales funciones.

En la experiencia chilena, el comité de financiamiento se identifica solo en una de las empresas, en que dicho comité existe por la envergadura de los proyectos de la firma, y el comité de inversiones está presente en dos firmas, también en virtud de la magnitud de sus operaciones. En las empresas consideradas no se observa la conformación de comités de riesgos financieros que sean parte de los CA. Además, en ninguna de las compañías seleccionadas se comprueba que el comité de auditoría tenga control sobre la emisión de deuda, aun cuando la materia se encuentra regulada por ley. En general, la auditoría interna y externa informa al comité de directores, presidido por un consejero externo independiente.

En Chile, la empresa de propiedad del Estado tiene una mejor puntuación que el resto, ya que realiza una mayor y mejor labor por contar con comités de apoyo, especialmente en el área de proyectos (inversiones) y financiamiento, así como en la de auditoría. Esta compañía es la única que dispone de una instancia independiente para seleccionar consejeros externos, y también es la única que incorpora en su CA a trabajadores de la empresa.

En las empresas chilenas estudiadas, los CA están compuestos por un total de siete a nueve miembros. En general, los consejeros son externos, salvo en el caso de una firma que, por su carácter estatal, integra a dos trabajadores en el CA. Habitualmente se cuenta con uno o dos consejeros externos independientes, y en ninguno de los casos el presidente del CA es un consejero externo independiente. Además, una buena parte de los consejeros externos tienen conocimientos del área financiera, debido a su formación y su experiencia. En el cuadro II.7 se presentan más datos desagregados sobre el indicador de GC relativo a la emisión de deuda corporativa en Chile.

Cuadro II.7
Chile: resultados del indicador de prácticas de gobernanza corporativa relativas a la emisión de deuda

Categorías	Estándares	Valor de referencia	Máximo	Mínimo	Media	Mediana		
Papel del consejo de administración	Autorización de emisiones y acceso a información	1,1	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377	
		1,2	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377	
		1,3	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377	
		1,4	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377	
	Delegación de responsabilidades en comités	2,1	0,189	0,095	0,095	0,095	0,095	
		2,2	0,189	0,095	0,095	0,095	0,095	
Estructura del consejo de administración	Tamaño adecuado	2,3	0,189	0,095	0,095	0,095	0,095	
		3,1	0,031	0,031	0	0,016	0,016	
		3,2	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	
Papel del presidente del consejo de administración	Mecanismos de selección de consejeros	3,3	0,032	0,016	0,016	0,016	0,016	
		4,1	0,189	0,189	0,189	0,189	0,189	
		5,1	0,377	0	0	0	0	
Papel y selección de los consejeros (internos y externos)	Selección de consejeros en función del valor que puedan aportar	6,1	0,095	0,095	0,095	0,095	0,095	
		6,2	0,095	0,095	0,095	0,095	0,095	
	Consejeros actualizados	7,1	0,189	0,189	0,189	0,189	0,189	
		7,2	0,189	0,189	0,189	0,189	0,189	
		7,3	0,189	0,189	0	0,047	0	
Consejeros externos (o no ejecutivos)	Dan a conocer la información en forma transparente	8,1	0,189	0,189	0,189	0,189	0,189	
		Número de consejeros externos independientes	9,1	0,189	0,189	0,189	0,189	0,189
			9,2	0,189	0,189	0	0,047	0
Consejeros internos (o ejecutivos)	Firma de responsabilidades	10,1	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377	
		El director de auditoría es miembro del Consejo	11,1	0,189	0	0	0	0
			11,2	0,189	0,189	0,189	0,189	0,189

Cuadro II.7 (conclusión)

Categorías	Estándares	Valor de referencia	Máximo	Mínimo	Media	Mediana
Comité de auditoría	Integración y responsabilidades del comité	12,1	0,377	0,377	0,377	0,377
		12,2	0,377	0	0	0
		12,3	0,377	0,377	0,377	0,377
		12,4	0,377	0,377	0,377	0,377
		12,5	0,377	0,377	0,377	0,377
Comité de inversiones en activos financieros	Integración y responsabilidades del comité	13,1	0,095	0	0	0
		13,2	0,095	0,095	0,095	0,095
		13,3	0,095	0,095	0	0,024
Comité de financiamiento corporativo	Integración y responsabilidades del comité	14,1	0,377	0	0	0
		14,2	0,377	0,377	0,377	0,377
		14,3	0,377	0,377	0,377	0,377
		14,4	0,377	0	0	0
Comité de riesgos	Integración y responsabilidades del comité	15,1	0,377	0	0	0
		15,2	0,377	0,377	0,377	0,377
		15,3	0,377	0,377	0,377	0,377
		15,4	0,377	0,377	0,377	0,377
Total		10,000	7,532	7,028	7,162	7,044

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos consultados en el capítulo IV de este documento.

En la experiencia peruana, los valores promedio del indicador de GC, superiores a un 50%, también fueron satisfactorios (véase el cuadro II.6). Las cuatro empresas analizadas han presentado el documento de autoevaluación sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas, que se publica junto a la memoria anual de la firma. Todas las compañías han detallado información sobre el conjunto de los requerimientos indicados en el documento mencionado, cuyos principios se enfocan en la buena dirección de la firma, más que en la práctica financiera o, específicamente, en la política aplicable en caso de endeudamiento.

Los resultados correspondientes a las empresas del Perú se presentan con más detalle en el cuadro II.8. Como puede observarse, en todos los casos se evidencia el papel activo del CA como órgano encargado de autorizar la emisión de bonos corporativos por aprobación expresa de la junta general de accionistas, que también determina el límite de autonomía con que cuenta el CA. Por otra parte, se comprueba que en todos los casos se cumplen las exigencias del regulador para la emisión de bonos, así como todos los requisitos relativos a la publicación del correspondiente prospecto de emisión de deuda.

Cuadro II.8

Perú: resultados del indicador de prácticas de gobernanza corporativa relativas a la emisión de deuda

Categorías	Estándares	Valor de referencia	Máximo	Mínimo	Media	Mediana
Papel del consejo de administración	Autorización de emisiones y acceso a información	1,1	0,377	0,377	0,377	0,377
		1,2	0,377	0,377	0,377	0,377
		1,3	0,377	0,377	0,377	0,377
		1,4	0,377	0,377	0,377	0,377
	Delegación de responsabilidades en comités	2,1	0,189	0,189	0	0,142
		2,2	0,189	0,189	0	0,142
		2,3	0,189	0,189	0	0,142
Estructura del consejo de administración	Tamaño adecuado	3,1	0,031	0,031	0	0,023
		3,2	0,031	0,031	0	0,016
		3,3	0,032	0,032	0	0,024

Cuadro II.8 (conclusión)

Categorías	Estándares	Valor de referencia	Máximo	Mínimo	Media	Mediana	
Papel del presidente del consejo de administración	Mecanismos de selección de consejeros	4,1	0,189	0,189	0,189	0,189	
	El presidente es un consejero externo	5,1	0,377	0	0	0	
Papel y selección de los consejeros (internos y externos)	Selección de consejeros en función del valor que aportan	6,1	0,095	0,095	0,095	0,095	
		6,2	0,095	0,095	0,095	0,095	
	Consejeros actualizados	7,1	0,189	0	0	0	
		7,2	0,189	0,189	0,189	0,189	
Consejeros externos (o no ejecutivos)	Dan a conocer la información en forma transparente	8,1	0,189	0,189	0,189	0,189	
		Número de consejeros externos independientes	9,1	0,189	0,189	0	0,095
			9,2	0,189	0	0	0
Consejeros internos (o ejecutivos)	Firma de responsabilidades	10,1	0,377	0,377	0	0,094	
	El director de auditoría es miembro del Consejo	11,1	0,189	0,189	0,189	0,189	
		11,2	0,189	0,189	0,189	0,189	
Comité de auditoría	Integración y responsabilidades del comité	12,1	0,377	0	0	0	
		12,2	0,377	0	0	0,094	
		12,3	0,377	0,377	0,377	0,377	
		12,4	0,377	0,377	0,377	0,377	
		12,5	0,377	0,377	0,377	0,377	
Comité de inversiones en activos financieros	Integración y responsabilidades del comité	13,1	0,095	0	0	0	
		13,2	0,095	0,095	0	0,071	
		13,3	0,095	0,095	0	0,048	
Comité de financiamiento corporativo	Integración y responsabilidades del comité	14,1	0,377	0,377	0	0,094	
		14,2	0,377	0,377	0	0,189	
		14,3	0,377	0,377	0	0,283	
		14,4	0,377	0	0	0	
Comité de riesgos	Integración y responsabilidades del comité	15,1	0,377	0	0	0	
		15,2	0,377	0,377	0	0,283	
		15,3	0,377	0,377	0	0,283	
		15,4	0,377	0,377	0	0,283	
Total		10,000	7,170	5,157	6,078	5,922	

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos consultados en el capítulo V de este documento.

Si bien la formación de los CA es variada en cuanto al número de consejeros, se observa que en tres de los cuatro casos analizados se cuenta con consejeros independientes en un número adecuado. En el caso de la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE), de propiedad del Estado, cuatro de los cinco consejeros tienen un vínculo laboral con el Estado, por lo que deberían ser considerados como consejeros dependientes. Al igual que en el caso chileno, el mejor desempeño del indicador de GC respecto de la emisión de deuda se registró en la empresa estatal, lo que puede deberse a la mayor preocupación de las compañías estatales por observar el cumplimiento de los aspectos formales.

En los CA analizados se prioriza el perfil del director financiero. Como resultado de la revisión de los perfiles de los consejeros de las cuatro instituciones analizadas, se evidencia un sesgo hacia la incorporación de profesionales con conocimientos sólidos de finanzas e inversiones. Sin embargo, dicha tendencia no supone que, en el momento de contratar profesionales, no se consideren los conocimientos propios del negocio de que se trate. Este aspecto asume mayor relevancia en el caso de la

Corporación Lindley, que inclusive anuncia la experiencia en el segmento industrial y, específicamente, en el de bebidas no alcohólicas, como parte de la política de selección de sus consejeros. En cuanto a los consejeros internos y externos, ambos son elegidos por la junta general de accionistas. Además, no se han establecido políticas de selección de directores independientes o externos por medio de la instauración de un comité creado para tal fin.

Los comités de auditoría no siempre forman parte del CA. En casos como el del Banco de Crédito del Perú o el de la Corporación Lindley, estos comités son organismos independientes del CA, si bien informan constantemente a este órgano y constituyen una fuente muy valiosa de información para la toma de decisiones estratégicas. Los comités de inversiones, financiamiento y riesgos tienen la función de efectuar evaluaciones especializadas para que, sobre la base de dichas evaluaciones, el CA tome la decisión de emitir deuda o de recurrir a otros mecanismos de financiamiento.

En el cuadro II.9 se observa que las normas relacionadas con el papel del CA fueron atendidas, en promedio, en un 90%, lo que indica que las prácticas de GC relativas al CA están siendo bien implementadas en las empresas chilenas y peruanas. Además, el cumplimiento de las normas relacionadas con el papel y la selección de los directores y con los comités de auditoría y de riesgos también fue elevado, superior al 60%.

Cuadro II.9
Chile y Perú: media de los resultados de las principales categorías

Categorías	Valor de referencia	Media	Media/valor de referencia (en porcentajes)
Papel del consejo de administración	2,075	1,863	90
Estructura del consejo de administración	0,094	0,063	67
Papel del presidente del consejo de administración	0,566	0,189	33
Papel y selección de los consejeros (internos y externos)	2,079	1,370	66
Comité de auditoría	1,885	1,367	73
Comité de inversiones en activos financieros	0,285	0,119	42
Comité de financiamiento corporativo	1,508	0,660	44
Comité de riesgos	1,508	0,990	66
Total	10,000	6,620	66

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos consultados en los capítulos IV y V de este documento.

Como puede observarse en el cuadro II.9, los valores más bajos correspondieron a los comités de inversiones en activos financieros y de financiamiento corporativo, que también presentaron resultados bajos en el estudio realizado en 2012 sobre las empresas del Brasil, Colombia y México. En cambio, en lo que respecta al comité de riesgos, su desempeño fue relativamente bajo en las firmas de esos tres países, pero no en las empresas de Chile y el Perú.

2. Comparaciones con los resultados anteriores

Como ya se indicó, en la fase anterior del proyecto la matriz de indicadores se aplicó en otras empresas latinoamericanas. Con el fin de hacer una comparación, en el cuadro II.10 se presentan los resultados promedio del Brasil, Colombia y México, publicados en 2012, y los valores medios correspondientes a Chile y el Perú, presentados en los siguientes capítulos de este documento. Debe señalarse que los resultados son comparables a pesar de que se hayan publicado en años diferentes, y pese a las advertencias usualmente señaladas sobre los estudios multicaso. No obstante estas consideraciones, los datos son lo suficientemente robustos como para ser analizados de manera conjunta.

Cuadro II.10
Brasil, Chile, Colombia, México y Perú: valores medios

Categorías	Valor de referencia	Brasil (2012)	Colombia (2012)	México (2012)	Chile (2014)	Perú (2014)	Media	Mediana
Papel del consejo de administración	2,075	1,191	1,560	1,773	1,793	1,933	1,650	1,698
Estructura del consejo de administración	0,094	0,061	0,078	0,056	0,063	0,063	0,064	0,078
Papel del presidente del consejo de administración	0,566	0,030	0,240	0,227	0,189	0,189	0,175	0,189
Papel y selección de los consejeros (internos y externos)	2,079	0,400	1,090	0,775	1,607	1,135	1,001	0,993
Comité de auditoría	1,885	0,130	1,420	1,433	1,508	1,225	1,143	1,131
Comité de inversiones en activos financieros	0,285	0,000	0,120	0,171	0,119	0,119	0,106	0,119
Comité de financiamiento corporativo	1,508	0,000	0,000	1,056	0,754	0,556	0,473	0,566
Comité de riesgos	1,508	0,000	0,280	0,754	1,131	0,848	0,603	0,943
Total	10,000	1,812	4,788	6,243	7,162	6,078	5,217	5,717

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos consultados en Georgina Núñez y Andrés Oneto (coords.), *Gobernanza corporativa en el Brasil, Colombia y México: la determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda corporativa*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/CAF-banco de desarrollo de América Latina/Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 2012 y en los capítulos IV y V de este documento.

Debido al carácter reducido de la muestra, es importante resaltar que los resultados obtenidos sobre las empresas analizadas no reflejan el desempeño general de la GC en los cinco países estudiados, pero pueden ser considerados como indicadores de posibles deficiencias que deberían ser superadas para mejorar el proceso de emisión de deuda. En general, la categoría mejor calificada fue la que refiere al papel del CA: el promedio obtenido, de 1,65, señala que las empresas alcanzaron un 80% del valor de referencia correspondiente a esta categoría (2,075). Por otro lado, en la categoría referida a la estructura del CA las empresas obtuvieron el 68% del valor de referencia; en la categoría correspondiente al comité de auditoría alcanzaron el 61% de dicho valor, y, finalmente, en la categoría relativa al papel y la selección de los consejeros internos y externos obtuvieron el 48%.

Los resultados menos satisfactorios correspondieron al comité de riesgos (40%), el comité de inversiones en activos financieros (37%), el comité de financiamiento corporativo y el papel del presidente del CA (31%). Estos resultados permiten identificar cuatro puntos que deberían constituirse en prioritarios para mejorar el desempeño de la GC relativa a la emisión de deuda corporativa, incluso en los países en que se verificó una mejor situación relativa, como Chile, México y el Perú.

F. Conclusiones

Al analizar los resultados correspondientes a las 22 empresas consideradas en los 5 países analizados, se observa claramente que las empresas chilenas presentan el mejor desempeño en lo que respecta al indicador de GC relativo a la emisión de títulos de deuda privada. Esa comprobación no parece ser fortuita, ya que en ese país se registran los mayores índices de emisión de bonos corporativos como proporción del PIB, tanto en el mercado internacional como en el nacional. En realidad, sería una sorpresa que en Chile no se registrase el mayor indicador de la región, si se considera el desarrollo continuo del marco institucional del MC chileno. A su vez, en ese país se han encabezado las mayores reformas, en comparación con otras naciones latinoamericanas y caribeñas.

De igual manera, cabe resaltar que este buen desempeño de Chile ha logrado permear en otros países de la región, particularmente en el Perú y Colombia, donde se han emulado las mejores regulaciones y prácticas. Evidentemente, es más fácil llevar a cabo ese proceso cuando existen los mecanismos institucionales y la voluntad política necesarios para favorecer la convergencia. A este respecto, el MILA y, más recientemente, la Alianza del Pacífico son iniciativas importantes para lograr esos objetivos. En este sentido, dicha tendencia puede ser reforzada gracias a la reciente adhesión de México al MILA.

Mientras que en el Perú y Colombia, aunque con ritmos distintos, la creciente convergencia con Chile parece ser un camino para compensar el pequeño tamaño del mercado de bonos corporativos, definitivamente este no es el problema principal de México y el Brasil.

En México, los indicadores de GC relativos a la emisión de títulos de deuda internacional (en relación con el PIB) son relativamente elevados y registran un rápido crecimiento. Además, el desarrollo de las emisiones internacionales se ve aparentemente favorecido por la proximidad geográfica con los Estados Unidos. En cuanto al mercado interno, se caracteriza por la tendencia a continuar relativamente restringido. Así, parece difícil fomentar el mercado nacional debido a que México está adaptado (aunque sea parcialmente) a las condiciones requeridas para emitir deuda en el mercado estadounidense, y tiene acceso a este mercado.

Los bajos resultados del indicador brasileño, combinados con la pequeña proporción de emisiones internacionales y el alto número de emisiones nacionales (ambas estimadas con relación al PIB) que caracterizan a ese país, parecen sugerir que en las empresas del Brasil es menor la presión para adoptar algunas de las mejores prácticas internacionales de GC en la emisión de deuda, porque sus compradores son inversores brasileños. Como estos tienden a tener un mayor conocimiento de la situación financiera real y de las conductas de las compañías, es posible que en las empresas brasileñas se experimenten menos presiones para explicitar sus prácticas de GC, así como para crear comités financieros específicos, aunque en dichas firmas se ejecuten adecuadamente las funciones puntuales, sin que estas prácticas sean comunicadas al mercado. Si bien esta es una explicación posible, debe ser considerada como una hipótesis que no ha sido validada.

A su vez, como resultado de la adición de dos nuevos países a la muestra, Chile y el Perú, el desempeño general del indicador de GC con respecto a la emisión de bonos ha mejorado. Sin embargo, es razonable suponer que, ante la eventual incorporación de otros países de la región, el resultado tendería a decaer, debido al menor tamaño de los mercados y a la presencia de marcos institucionales más frágiles. Los casos chileno y peruano, en que se registran valores relativamente elevados del referido indicador y una baja dispersión entre las compañías, sugieren la existencia de estándares nacionales. Si esto fuera así, se comprobaría que la normativa cumple un papel aún más importante del que se le atribuye, pues las compañías parecen más orientadas a adecuarse a las recomendaciones (legales o no) que a adoptar prácticas muy avanzadas en comparación con las implementadas en el resto de las empresas locales.

Otra cuestión relevante relacionada con el papel de los agentes externos (los inversionistas institucionales, la banca de inversión y las agencias calificadoras) es su capacidad para impulsar la adopción de mejores prácticas de GC en los países de la región. El hecho concreto es que la banca de inversión y las agencias calificadoras son predominantemente empresas globales que tienden a estandarizar procedimientos, lo que favorece la convergencia de las mejores prácticas. Más allá de que algunas críticas se centren en destacar la falta de rigor técnico de las calificaciones crediticias, es poco probable que el rol de las agencias pueda ser sustituido. Dichas agencias emiten señales al mercado, tal como lo hacen los bancos de inversión.

Resulta claro que las agencias calificadoras y los bancos de inversión comercializan servicios sobre la base de su reputación. Inclusive, es interesante mencionar dos importantes conclusiones presentadas en el tercer capítulo de este documento acerca de la realidad de los países en desarrollo considerados en términos generales, que muy probablemente se apliquen a América Latina y el Caribe. Primero, la comisión de colocación es una función decreciente de la reputación de los bancos de inversión

y de la percepción de las agencias calificadoras. Segundo, la percepción del riesgo de crédito de esas agencias incide en las comisiones de las emisiones colocadas tanto por los bancos que cuentan con una alta reputación, como por los que tienen una reputación no tan favorable. Por otro lado, debe destacarse que el aporte real de las calificadoras de riesgo a la difusión de las mejores prácticas internacionales de GC actualmente es escaso.

Respecto del rol de los inversionistas institucionales, la situación es más compleja. Como resultado del análisis de la evidencia empírica reciente se observan grandes diferencias en cuanto a la participación activa de las distintas categorías de inversionistas institucionales (los fondos de pensiones, las compañías de seguros y los fondos mutuos), y grandes discrepancias de conducta en cada una de las categorías. Como se afirmó anteriormente, el nivel de compromiso depende de una serie de factores, como los incentivos económicos relacionados con los diferentes modelos de negocios, las estrategias de inversión y las prácticas comerciales. Además, cuando el nivel de compromiso no forma parte central del modelo de negocios, las normas voluntarias y las políticas públicas que tienen por objeto mejorar la participación activa de los inversionistas institucionales para promover un avance de la GC tienden a tener un efecto limitado (Çelik e Isaksson, 2013). Por lo tanto, potencialmente, los inversionistas institucionales pueden ejercer un excelente papel en el proceso de mejoramiento de la GC, en la medida en que su participación esté alineada con los beneficios económicos que esperan recibir.

Sobre la base de lo expuesto es posible concluir que en los últimos años, posteriores a la crisis económica global, el desempeño del mercado de bonos corporativos de América Latina y el Caribe ha sido positivo. Si bien, en líneas generales, aún se trata de mercados pequeños, estos tienen muchas posibilidades de expandirse. El resultado del indicador de GC relativo al mercado tampoco es desfavorable, en particular en Chile, México y el Perú. En Chile se han destacado tanto la dimensión relativa del volumen de emisión de bonos corporativos (como proporción del PIB), como el desarrollo de un marco regulatorio adecuado y el mejoramiento continuo del MC. Si se considera que la relevancia de los estándares nacionales de GC parece superar las diferencias de comportamiento entre las empresas, y que el activismo de los inversionistas institucionales está muy condicionado a los beneficios económicos obtenidos por ellos, se concluye que la normativa es crucial para promover una mejora de la transparencia en las firmas de la región.

Bibliografía

- Agudelo, A. y otros (2012), *Liquidez en los mercados accionarios latinoamericanos: estimando el efecto del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)*, Medellín, Universidad EAFIT.
- Asobancaria (2013), “Perspectivas de la deuda privada en Colombia”, *Semana Económica*, N° 891.
- Becker, B. y T. Milbourn (2011), “How did increased competition affect credit ratings?”, *Journal of Financial Economics*, vol. 101, N° 3.
- Boot, A.W.A. (2000), “Relationship banking: what do we know?”, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 9, N° 1.
- Boot, A.W.A., T. Milbourn y A. Schmeits (2006), “Credit ratings as coordination mechanisms”, *Review of Financial Studies*, vol. 19, N° 1.
- Carbajal, L.R. (2012), “Nuevas condiciones de acceso de emisores no corporativos al mercado de valores: Mercado Alternativo de Valores – MAV”, *Revista Iberoamericana de Mercado de Valores*, N° 37.
- Carter, R. y S. Manaster (1990), “Initial public offerings and underwriter reputation”, *Journal of Finance*, vol. 45, N° 4.
- Çelik, S. y M. Isaksson (2013), “Institutional investors as owners: who are they and what do they do?”, *OECD Corporate Governance Working Papers*, N° 11, París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).
- Fang, L.H. (2005), “Investment bank reputation and the price and quality of underwriting services”, *Journal of Finance*, vol. 60, N° 6.
- Gillan, S. y L. Starks (2003), “Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: a global perspective”, *Journal of Applied Finance*, vol. 13.
- Gručić, B. y P. Wooldridge (2012), “Enhancements to the BIS debt securities statistics”, *BIS Quarterly Review*, N° 4.
- Isaksson, M. y S. Çelik (2013), “Who cares? corporate governance in today’s equity markets”, *OECD Corporate Governance Working Papers*, N° 8, París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).
- Juárez, C.R. (2012), “Las sociedades de garantía recíproca y las herramientas utilizadas para el análisis de riesgos (global, rating y scoring)”, *Revista Iberoamericana de Mercado de Valores*, N° 37.
- Kahn, C. y A. Winton (1998), “Ownership structure, speculation, and shareholder intervention”, *Journal of Finance*, vol. 53, N° 1.
- Lameira, V.J. (2003), *Mercado de capitais*, São Paulo, Forense Universitária.
- Lavados, H. y M. Bakovic (2006), “Gobierno corporativo, regulación y rol de la auditoría”, *Gobernabilidad corporativa, responsabilidad social y estrategias empresariales en América Latina*, G.M. Paula, J.C. Ferraz, G. Núñez (coords.), Bogotá, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/Mayol.
- Livingston, M. y R.E. Miller (2000), “Investment bank reputation and the underwriting of nonconvertible debt”, *Financial Management*, vol. 29, N° 2.

- Logue, D.E. y otros (2002), "What is special about the roles of underwriter reputation and market activities in initial public offerings?", *Journal of Business*, vol. 75, N° 2.
- Mccahery, J. y A. Schwienbacher (2010), "Bank reputation in the private debt market", *Journal of Corporate Finance*, vol. 16, N° 4.
- Mendoza, M. y G. Reinoso (2010), "Lecciones del desarrollo del mercado de capitales en Chile", *Revista Moneda*, N° 146.
- Nieto-Parra, S. (2012), "Breaking down the cost of issuance: an analysis of the microstructure of emerging sovereign bond markets", *Sovereign Risk, Fiscal Solvency and Monetary Policy: Where Do We Stand?*, Venecia, Universidad de Padua.
- Núñez, Georgina y Andrés Oneto (coords.) (2012), *Gobernanza corporativa en el Brasil, Colombia y México. La determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda corporativa*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/CAF-banco de desarrollo de América Latina/Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Núñez, Georgina, Andrés Oneto y Germano Mendes De Paula (2009), *Gobernanza Corporativa y Desarrollo de Mercado de Capitales en América Latina*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/CAF-banco de desarrollo de América Latina/Banco Interamericano de Desarrollo (BID)/Mayol.
- OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (2013a), *The Role of Banks, Equity Markets and Institutional Investors in Long-Term Financing for Growth and Development. Report for G20 Leaders*, París.
- _____ (2013b), *OECD Institutional Investors Statistics, 2013*, París.
- _____ (2011a), *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, París.
- _____ (2011b), *Strengthening Latin American Corporate Governance: The Role of Institutional Investors*, París.
- _____ (2009), "The legal, regulatory and institutional framework for enforcement of corporate governance in Latin America: a comparison of Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Panama and Peru", [en línea] <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/44138533.pdf>.
- Romano, R. (2001), "Less is more: making institutional investor activism a valuable mechanism of corporate governance", *Yale Journal of Regulation*, vol. 18.
- Saito, R., H.H. Sheng y M.L. Bandeira (2007), "Governança corporativa embutida nas escrituras de debêntures emitidas no Brasil", *Revista de Administração da USP*, vol. 42, N° 3.
- Weston, J.F. y E. Brigham, (2004), *Fundamentos da administração financeira*, São Paulo, Pearson Makron Books.
- White, L.J. (2001), "The credit rating industry: an industrial organization analysis", *Center for Law and Business Research Paper*, N° 01-001, New York University.

Anexo

El impacto de los agentes externos en la emisión de títulos de deuda

En el cuadro A.1 se resume un conjunto de elementos guía dirigidos a establecer el impacto de la actuación de los inversionistas institucionales, los bancos de inversión y las agencias calificadoras de riesgo en la emisión de deuda.

Cuadro A.1
Impacto de los inversionistas institucionales, los bancos de inversión y las agencias calificadoras de riesgo en la emisión de deuda

Categorías	Aspectos de la emisión de deuda
El papel de los inversionistas institucionales	<p>1. ¿Cuáles son los principales inversionistas institucionales que han adquirido deuda de la empresa?</p> <p>a. Internacionales</p> <p>() Los fondos de pensiones</p> <p>() Los fondos de inversión</p> <p>() Las firmas de capital privado</p> <p>() Las compañías de seguros</p> <p>() Otro _____</p> <p>b. Nacionales</p> <p>() Los fondos de pensiones</p> <p>() Los fondos de inversión</p> <p>() Las firmas de capital privado</p> <p>() Las compañías de seguros</p> <p>() Otro _____</p> <p>2. ¿Cuáles han sido los principales criterios que han predominado en la decisión de invertir en los títulos de deuda corporativos?</p> <p>() Estructura de capital de la empresa</p> <p>() Coeficiente de endeudamiento</p> <p>() Nivel de apalancamiento</p> <p>() Calificación de riesgo del país</p> <p>() Calificación de riesgo de la empresa</p> <p>() Desempeño de su gobernanza corporativa</p> <p>() Otro _____</p> <p>3. Ordene cada uno de los criterios seleccionados por su orden de importancia (siendo 1 el criterio más importante)</p> <p>() Estructura de capital de la empresa</p> <p>() Coeficiente de endeudamiento</p> <p>() Nivel de apalancamiento</p> <p>() Calificación de riesgo del país</p> <p>() Calificación de riesgo de la empresa</p> <p>() Desempeño de su gobernanza corporativa</p> <p>() Otro _____</p> <p>4. Ordene cada uno de los aspectos seleccionados por su orden de importancia para la gobernanza corporativa (siendo 1 el criterio más importante)</p> <p>() Las prácticas del consejo de administración</p> <p>() La composición del directorio (consejeros independientes)</p> <p>() La experiencia de los consejeros</p> <p>() El control interno y la gestión de riesgos</p> <p>() La comunicación y la transparencia</p> <p>() Los derechos de los accionistas</p> <p>() Otro _____</p>

Cuadro A.1 (conclusión)

El papel de la banca de inversión	<p>1. ¿Cuáles son los colocadores elegidos para la colocación de los títulos de deuda? Año _____ : _____ Año _____ : _____ Año _____ : _____</p> <p>2. ¿Su empresa ha mantenido el mismo colocador en sus dos últimas colocaciones de emisiones? <input type="checkbox"/> Sí <input type="checkbox"/> No</p> <p>3. ¿Cuáles han sido los principales criterios para mantener o cambiar el colocador? <input type="checkbox"/> Comisión <input type="checkbox"/> Relación <input type="checkbox"/> Otro _____</p> <p>4. ¿Cómo se determina la comisión que cobra el colocador por la colocación de su deuda? _____</p> <p>5. ¿Qué tipo de emisiones ha realizado? <input type="checkbox"/> Internacionales (eurobonos) <input type="checkbox"/> Nacionales <input type="checkbox"/> Ambas</p> <p>6. ¿En qué monedas se emiten sus emisiones? <input type="checkbox"/> Dólares <input type="checkbox"/> Euros <input type="checkbox"/> Otra _____</p> <p>7. ¿La banca de inversión monitorea regularmente el desempeño de sus colocaciones de bonos? <input type="checkbox"/> Sí <input type="checkbox"/> No</p>
El papel de las agencias calificadoras de riesgo	<p>1. ¿Cuáles son los principales criterios del modelo de evaluación de riesgo que utiliza en las emisiones de deuda? <input type="checkbox"/> Evolución histórica de las ratios financieras <input type="checkbox"/> Apalancamiento <input type="checkbox"/> Participación y posicionamiento en el mercado <input type="checkbox"/> Calidad de la gobernanza corporativa <input type="checkbox"/> Control interno y gestión de riesgos <input type="checkbox"/> Otro _____</p> <p>2. Entre los principales criterios, ¿qué lugar ocupa la calidad de su gobernanza corporativa? <input type="checkbox"/> _____</p> <p>3. ¿Son agencias internacionales o nacionales las que califican sus emisiones? <input type="checkbox"/> Internacionales <input type="checkbox"/> Nacionales</p> <p>4. ¿Cuáles son las calificaciones que han asignado a sus distintas emisiones de deuda? <input type="checkbox"/> _____</p> <p>5. ¿La calificación de riesgo país es muy importante en su evaluación de riesgo? <input type="checkbox"/> Sí <input type="checkbox"/> No</p> <p>6. ¿Cuántas agencias califican o han calificado sus emisiones de deuda? <input type="checkbox"/> _____</p> <p>7. ¿Qué criterios determinan la comisión que se le cobra por las colocaciones? <input type="checkbox"/> _____</p> <p>8. ¿Es buena su relación con el ente regulador en el momento de confirmar la calificación y autorizar la emisión? <input type="checkbox"/> Sí <input type="checkbox"/> No</p>

Fuente: Elaboración propia.

III. ¿Qué factores afectan los costos de emisión en el mercado de bonos corporativos? Un estudio del mercado primario emergente⁶

*Rolando Avendaño
Sebastián Nieto-Parra*

A. Introducción

Como parte de la colaboración permanente de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) al proyecto sobre gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina, el presente artículo es un aporte al proyecto en torno a la gobernanza corporativa y la determinación del riesgo en la emisión de deuda corporativa, que llevan adelante la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), CAF-banco de desarrollo de América Latina y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

El propósito del artículo es analizar las emisiones de bonos corporativos de las economías emergentes en los mercados internacionales, así como los determinantes de sus costos de emisión. El período de análisis, comprendido de 1991 a 2009, permite cubrir un ciclo largo de emisiones corporativas en los mercados globales, anteriores a la crisis financiera internacional de 2008. De este modo, dicho estudio tiene por objeto evaluar la importancia de los factores propios de la empresa así como de los aspectos macroeconómicos en el precio final de emisión, que en definitiva influyen en la decisión de emitir en los mercados internacionales o en los mercados locales. Mediante el análisis se busca

⁶ Los autores, que forman parte del Centro de Desarrollo de la OCDE, agradecen a Christian Hernández por la excelente asistencia brindada durante esta investigación. También agradecen a Nicolás Álvarez, Marc Flandreau, Pablo García, Martín Grandes, Héctor Lehuedé, Germano Mendes de Paula, Georgina Núñez, Andrés Oneto, Ugo Panizza, Richard Portes, Claudio Raddatz y Romain Rancière por los comentarios y las discusiones previos a la elaboración de este texto. El artículo está basado en el documento de trabajo de Avendaño y Nieto-Parra (2014) “The costs of going public in the emerging corporate bond market: the role of bank reputation and rating agencies” (inédito). Los resultados preliminares de este trabajo se expusieron en la Reunión de la Asociación de Economía de América Latina y el Caribe de noviembre de 2010. Las opiniones expresadas y los argumentos presentados en este documento son exclusiva responsabilidad de los autores y no necesariamente reflejan el punto de vista de la OCDE o el de sus países miembros.

profundizar en dos dimensiones clave del costo de capital: la comisión de colocación (*underwriting fee*) de los títulos, pagada por la empresa al banco colocador del título, y el margen primario de la emisión.

En este contexto, se estudia el papel de la reputación y de la percepción de las agencias calificadoras en el mercado primario de renta fija privada. Como resultado del análisis presentado en este artículo se concluye que los factores que afectan los costos de endeudamiento difieren según el tipo de costo. Así, si bien el margen (*spread*) corporativo depende de las variables macroeconómicas (incluida la calificación de riesgo soberano), las variables de la empresa son más relevantes para determinar la comisión de colocación, dado que esta comisión es una función decreciente de la reputación de los bancos colocadores de los bonos y de la percepción de las agencias calificadoras con respecto a la empresa emisora. Este resultado sugiere que los bancos de inversión (que determinan la comisión de colocación) prestan más atención a la sostenibilidad financiera de los emisores que los inversores institucionales (que determinan el precio o margen primario de los bonos emitidos).

La valoración realizada por los bancos de inversión en los mercados de capital acerca de una empresa emisora constituye un elemento fundamental para los potenciales inversores. Los bancos de inversión que participan como colocadores pueden resolver los problemas de información a través, por ejemplo, del efecto de reputación. En teoría, los resultados sugieren que los bancos de mejor reputación están asociados a los emisores de menor riesgo, y que cobran aranceles más altos de colocación en el mercado primario (Chemmanur y Fulghieri, 1994; Booth y Smith, 1986). Del mismo modo, las agencias de calificación pueden proporcionar información útil para los inversionistas, así como resolver problemas del tipo principal-agente. En ese contexto, la reputación de los bancos y las percepciones de las agencias calificadoras pueden incidir en el costo de capital de las empresas.

El interrogante que se plantea es si pueden observarse estos patrones en el mercado corporativo de las economías emergentes, y el propósito de este artículo es brindar una respuesta a esta pregunta a partir del análisis de las interacciones (*matching*) entre los emisores y los bancos de inversión, así como de la percepción de las agencias de calificación en el mercado de bonos corporativos emergentes. Si bien la literatura dedicada al estudio del mercado corporativo de los países desarrollados es considerable, son relativamente escasas las investigaciones sobre el desempeño de estos aspectos en el mercado primario de bonos corporativos emergentes, especialmente en América Latina. Asimismo, además de las variables resultantes de la interacción de los emisores y los colocadores, y de la percepción de las agencias de calificación, se estudia el papel de otros factores que podrían incidir en la determinación de las comisiones de colocación de títulos y de los márgenes primarios en la emisión de un bono.

En definitiva, en este trabajo se muestra que el costo de capital de los bonos internacionales emitidos por las corporaciones emergentes depende de una combinación de factores macroeconómicos, de las características de los emisores y de las emisiones, de la percepción del riesgo de crédito de las agencias de calificación, y de las variables resultantes de la interacción de los emisores y los colocadores de títulos.

Debido a que el estudio se centra en el mercado primario, es posible examinar en profundidad la estructura de la deuda corporativa emergente. Así, el análisis del mercado primario —en lugar del examen del mercado secundario— resulta relevante al menos por dos motivos. En primer lugar, mediante la explicitación de los mecanismos de formación de precios del mercado primario se apunta a tener un conocimiento más preciso sobre las fuentes de los costos de emisión de deuda corporativa internacional⁷. En segundo lugar, el estudio del mercado primario permite analizar la conducta y las interacciones de un mayor número de actores clave del mercado de renta fija privada, tales como los emisores, los colocadores de títulos, los inversores institucionales y las agencias de calificación.

En los determinantes de la comisión de colocación y del margen primario subyace información importante sobre la microestructura del mercado de bonos corporativos. Así, en primer lugar se estudian los factores que determinan la percepción que los bancos de inversión y los inversores institucionales tienen de la calidad de los bonos emitidos, por medio del análisis de la comisión de colocación y del margen de bonos primarios, respectivamente. En segundo lugar, se estima el impacto que una mejor

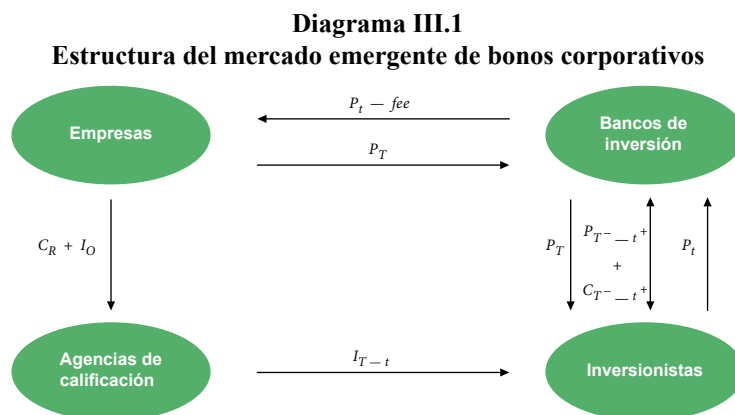
⁷ Véase un examen del mercado corporativo en economías desarrolladas en Ritter (1987).

calificación, *ceteris paribus*, puede tener sobre las comisiones de colocación y sobre los márgenes del mercado primario. Por último, es necesario considerar un conjunto de variables que resultan de la estrategia implementada por las empresas y los bancos de inversión para atraer a los inversionistas institucionales del mercado internacional. En esta estrategia, la determinación de variables clave relativas a las características de la emisión, tales como la madurez, la denominación de la moneda, el monto emitido y la regulación del bono, son fundamentales.

B. El funcionamiento del mercado primario global de bonos corporativos

En esta sección se describen la estructura del mercado primario de bonos corporativos en los mercados globales y los principales riesgos que enfrentan los bancos de inversión cuando actúan como colocadores de títulos de deuda en este mercado⁸.

Una versión simple de la estructura del mercado de bonos corporativos se resume en el diagrama III.1, en que se ilustran las interacciones de los actores en el mercado de bonos corporativos a lo largo de la ejecución de una operación financiera. Los bancos de inversión actúan como colocadores en el mercado de bonos corporativos emergentes. La participación de los inversores en el mercado primario o secundario (mediante la compra o venta de valores) se realiza por completo a través de los bancos de inversión. La mayor parte de los ingresos de los bancos de inversión se derivan de estas transacciones. En particular, la comisión de colocación, pagada por el emisor al banco de inversión colocador del título, se deduce del precio ofrecido a los inversores en el mercado primario, y se acuerda entre los bancos de inversión y las firmas antes de la determinación del precio del bono en el mercado primario.



Donde:

P: precio del bono soberano (transacción financiera que es la contraparte de la transferencia del activo).

fee: comisión de colocación pagada por las empresas a los bancos de inversión.

C_R: comisión pagada por el emisor a la agencia de calificación.

I: flujo de información.

T: fecha de vencimiento.

t: fecha de emisión.

C: comisión pagada por los inversionistas a los bancos de inversión.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de S. Nieto-Parra, "Who saw sovereign debt crises coming?", *Economía. Journal of the Latin American and Caribbean Economic Association*, vol. 10, N° 1, Brookings Institution Press, 2009.

Las agencias calificadoras son los otros actores clave de este mercado. Estas agencias reciben una comisión de la empresa emisora, que tiene por objetivo obtener una calificación. Al mismo tiempo,

⁸ Más detalles sobre la estructura del mercado primario y los pasos críticos del proceso de emisión pueden consultarse en Flandreau y otros (2013).

con base en la información relevante sobre la empresa emisora, estas agencias otorgan una calificación que constituye un dato fundamental para los inversionistas institucionales sobre el riesgo del emisor.

Además de actuar como intermediarios entre los emisores y los inversores, una de las responsabilidades centrales de los bancos colocadores consiste en el papel que cumplen en la promoción del bono. Se pone a disposición del inversionista un prospecto preliminar (llamado *red herring*) que contiene toda la información sobre la emisión, con excepción del precio de oferta y de la fecha efectiva de emisión, que no se conocen en el momento de la preparación de dicho prospecto.

Una vez que disponen de este prospecto preliminar, el colocador y el emisor promueven el bono por medio de presentaciones, conferencias telefónicas, publicaciones y, en algunas ocasiones, presentaciones itinerantes (*road shows*). Desde los departamentos de investigación de los bancos de inversión también se difunden publicaciones periódicas en que se hace referencia a varios emisores. En estas publicaciones se presentan consejos para los inversores en relación con el tipo de bonos corporativos que deberían comprar⁹.

Estas actividades de difusión y promoción, que requieren dedicación, son una fuente de riesgo para los bancos de inversión que actúan como colocadores. El riesgo principal consiste en la pérdida potencial de la reputación en caso de incumplimiento del emisor. En lo que respecta al mercado corporativo de los países desarrollados, Hua Fang (2005) concluye que los bancos de alta reputación cobran comisiones más altas, que pueden ser interpretadas como rentas económicas obtenidas gracias a la reputación.

El papel y la responsabilidad de los bancos colocadores son muy diferentes hoy en día. En el pasado, los bancos de inversión proveían a sus clientes, tanto prestamistas como prestatarios, una amplia gama de servicios. Estos bancos actuaban como brókers, certificadores y prestamistas en última instancia en caso de no pago parcial o total de la deuda. Hoy en día, los colocadores han dejado de ser garantes y han subcontratado a las agencias de calificación, por lo que los bancos de colocación modernos realizan primordialmente la función de crear mercado (*market making*) para el emisor. En consecuencia, al analizar el mercado de deuda soberana emergente se observa que los impagos están ahora distribuidos aleatoriamente entre los colocadores de deuda, fenómeno que puede denominarse *default puzzle* (Flandreau y otros, 2009).

Esta evolución ha supuesto aspectos beneficiosos, pero también ha generado nuevos riesgos. La disciplina de mercado se ha debilitado, ya que los colocadores no asumen el riesgo de impago y, por lo tanto, pueden transmitir al sistema un mayor riesgo de incumplimiento en los desembolsos de la deuda. Por otra parte, el hecho de que el aumento del riesgo permanezca en un grado manejable depende fundamentalmente de la capacidad de los inversores para diversificar. Sin embargo, la diversificación no es necesariamente factible ante choques de oferta correlacionados y de gran escala (Flandreau y otros, 2009).

C. La literatura sobre el mercado primario de bonos corporativos en economías desarrolladas y emergentes

La literatura empírica sobre la estructura del mercado primario de bonos en las economías emergentes es escasa. Las investigaciones sobre los costos de emisión de bonos en mercados emergentes se centran en el análisis del margen de los bonos emitidos por los gobiernos nacionales (bonos soberanos). Menos trabajos se dedican al análisis de la comisión de colocación. Nieto-Parra (2009) muestra que los países pagan altas comisiones de colocación antes de las crisis soberanas. Por el contrario, los márgenes de los bonos soberanos no parecen ser buenos indicadores para prever las crisis de deuda soberana. En lo que respecta al mercado de bonos soberanos analizado desde una perspectiva histórica, Flandreau y otros (2009 y 2013)

⁹ Véase un análisis del posible conflicto de interés entre las recomendaciones de los bancos de inversión y sus actividades de colocación (*underwriting*) en el mercado primario de deuda soberana en Nieto-Parra (2014).

estudian el papel de la reputación de los colocadores de títulos, que constituye una señal del riesgo de los emisores que permite, a su vez, orientar las asignaciones de cartera de los inversionistas.

En algunos estudios sobre la estructura del mercado primario de bonos solo se analiza el acceso de las economías emergentes al mercado internacional de bonos (Grigorian, 2003; Gelos, Sahay y Sandleris, 2004; Fostel y Kaminsky, 2007), o se consideran aspectos descriptivos relacionados con el costo de emisión en el mercado primario (por ejemplo, en el trabajo realizado por Zervos (2004) sobre los casos del Brasil, Chile y México). En cuanto al estudio de las características de los bonos soberanos emergentes, los trabajos se centran en cuestiones de reglamentación, en particular, en la implementación de cláusulas de acción colectiva (Eichengreen y Mody, 2004; Gugiatti y Richards, 2003; Becker, Richards y Thaicharoen, 2003).

En las investigaciones sobre el mercado de bonos corporativos emergentes se hace énfasis en el mercado secundario o se estudia el acceso para elevar la deuda o el capital en los mercados internacionales y nacionales (Gozzi, Levine y Schmukler, 2008).

La escasa literatura sobre los determinantes de los costos de emisión en los mercados de bonos emergentes contrasta con la abundante cantidad de estudios sobre los determinantes de las comisiones de colocación y de los márgenes de los bonos en el mercado corporativo primario de los países desarrollados. Estos trabajos constituyen una base útil para el análisis de los mercados emergentes de bonos corporativos.

Se consideran varios factores para determinar los costos de emisión de los bonos corporativos en los países desarrollados. En particular, en relación con los factores determinantes de las comisiones de colocación, en los análisis se considera el efecto de algunas características de la emisión, tales como la madurez (West, 1967; Higgins y Moore, 1980), la cantidad emitida (Altinkihc y Hansen, 2000; Sorensen, 1979; Torstila, 2001), la regulación de los bonos¹⁰ y la denominación de la moneda¹¹.

Las variables asociadas a la interacción entre el emisor y el colocador han sido consideradas como determinantes destacados de las comisiones de colocación (Hua Fang, 2005; Livingston y Miller, 2000; Kollo y Sharpe, 2002; Burch, Nanda y Warther, 2005). En cuanto a las características del emisor, los estudios se han centrado en la relación entre la calidad del emisor y la comisión de colocación, y se ha encontrado que existe una relación inversa entre ambas variables (West, 1967; Higgins y Moore, 1980; Rogowski y Sorensen, 1985; Lee y otros, 1996; Kollo y Sharpe, 2002; Melnik y Nissim, 2006; Chitru, Gatchev y Spindt, 2005; Hua Fang, 2005; Livingston y Miller, 2000).

Esto se interpreta como una consecuencia de la mayor labor que deben realizar los intermediarios cuando actúan como colocadores de emisiones de menor calidad (véase Altinkihc y Hansen, 2000). En el caso de incumplimiento de pago, los bancos de inversión corren el riesgo de sufrir una pérdida de reputación. Hua Fang (2005), después de controlar los resultados obtenidos en su estudio mediante la interacción realizada en forma endógena entre emisores y colocadores de títulos, encuentra que los bancos de renombre cobran aranceles más altos, que pueden ser interpretados como rentas económicas derivadas de la reputación.

Las investigaciones sobre los costos de emisión en el mercado corporativo de los países desarrollados pueden servir de base para establecer los factores que inciden en la comisión de colocación y en los márgenes de los bonos primarios en el mercado corporativo emergente. En este sentido, es fundamental analizar la interacción entre emisores y colocadores, y el impacto que la percepción de las agencias de calificación, *ceteris paribus*, tiene sobre el costo de capital.

La estructura de la gobernanza corporativa (GC) puede, de igual manera, tener un efecto considerable sobre los costos de capital de los bonos corporativos, ya que la adecuada implementación de sus mecanismos permite reducir el riesgo de incapacidad de pago por medio de la mitigación de los

¹⁰ Véase un análisis de los valores emitidos en virtud de la Regla 144A en Livingston y Zhou (2002).

¹¹ Más información sobre el impacto de la introducción del euro en las comisiones de colocación puede consultarse en Santos y Tsatsaronis (2006), Kollo y Sharpe (2002) y Melnik y Nissim (2006).

costos de agencia, el monitoreo del desempeño administrativo y la reducción de las asimetrías de la información entre la firma y sus inversionistas. Así, las empresas en que hay una mayor proporción de propietarios institucionales y en que se ejerce un control externo más fuerte de su mesa directiva deberían disponer de bonos con menores rendimientos, y obtener mejores calificaciones crediticias (*ratings*) en sus nuevas emisiones de bonos (Bhojraj y Sengupta, 2003). Por el contrario, si existe un menor control de los accionistas institucionales sobre las decisiones de la mesa directiva y, a su vez, se registran diferencias en la distribución de los recursos asignados por los accionistas mayoritarios, la calificación crediticia mermará, por lo que la financiación resultará más costosa. Así, los inversionistas institucionales tienen una importante responsabilidad en lo que respecta a la GC de las empresas en que invierten y, por lo tanto, pueden constituir un factor de contención de la mesa directiva para prevenir malas prácticas.

D. El mercado primario de deuda corporativa: los hechos estilizados y la información empleada

1. Las principales características

Los mercados emergentes de deuda corporativa representan un segmento importante del conjunto de instrumentos de renta fija de estas economías. En América Latina, un gran número de emisores de deuda en estos mercados son compañías internacionalmente activas y generalmente de alto prestigio. Sin embargo, la gran mayoría de estas firmas no figuran en los portafolios de los inversores internacionales, pues no forman parte de modelos de referencia (*benchmarks*) reconocidos (Ivanov, 2011). En los últimos años, en el sector emergente de bonos corporativos se han alcanzado rendimientos más atractivos y retornos más altos sobre la inversión que los registrados en otros sectores de renta fija con calificaciones similares. Además, las tasas de incapacidad de pago han sido iguales a las de los bonos de alto rendimiento de los Estados Unidos, o mejores.

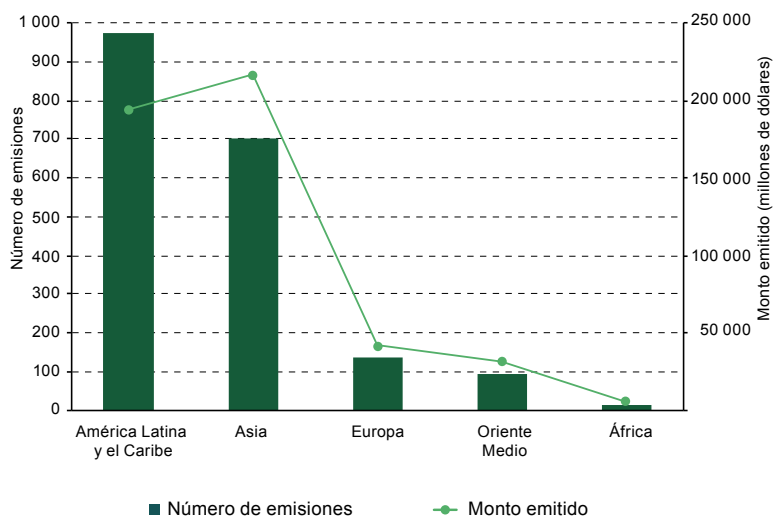
La evolución de la calificación soberana emergente durante la primera década del siglo XXI, así como una reducción de la exposición en moneda extranjera en gran parte de las economías emergentes, han permitido el desarrollo del mercado de deuda corporativa. Esto se ha evidenciado en varios países de América Latina y, en general, se ha observado que algunos inversionistas institucionales han accedido a mercados corporativos, cuando anteriormente sus inversiones se concentraban únicamente en los mercados de deuda pública (Ivanov, 2011; Borensztein y otros, 2009).

La emisión de deuda corporativa ha sobrepasado la de deuda soberana en varias economías emergentes, especialmente en las más grandes o en las mejor posicionadas, como la Federación de Rusia, el Brasil y Chile. Dada la creciente cantidad de nuevas emisiones corporativas, superior a la de emisiones soberanas, se espera que la deuda corporativa de los mercados emergentes rebase en los próximos años los niveles de deuda soberana en varios países, como China y la República de Corea, lo que traerá consigo una expansión de la profundidad y la liquidez del sector (Ivanov, 2011).

Al analizar la evolución de las colocaciones de las principales regiones emergentes se observa que fue alta la proporción de emisiones de América Latina durante los años noventa y la primera década del siglo XXI. En efecto, en América Latina se registraron más de 950 emisiones en ese período, mientras que en ninguna de las regiones emergentes de Asia, Europa, Oriente Medio o África se superaron las 700 emisiones. Es importante destacar el desempeño de la Argentina, el Brasil y México en cuanto a la emisión de deuda corporativa, debido a que en América Latina, de los 15 países emisores, estos 3 países por sí solos representaron aproximadamente el 89% del total de emisiones (141, 389 y 334 emisiones, respectivamente). En el resto de los mercados emergentes, la distribución de las emisiones es más homogénea entre los países, exceptuando la región asiática, en que más de la mitad de su volumen de emisiones corresponde únicamente a la República de Corea. Por otra parte, cuando se analiza el monto emitido en cada una de estas regiones, se observa que Asia es la región a la que corresponde el mayor

monto emitido, seguida de América Latina y el Caribe. En general, estas dos regiones son las que dominan prácticamente el mercado de deuda corporativa emergente, en lo que respecta tanto al número de emisiones como al monto emitido (véase el gráfico III.1).

Gráfico III.1
Emisión de deuda corporativa en los mercados emergentes, 1991-2009
(En número de emisiones y en millones de dólares)



Fuente: Dealogic DCM Analytics.

Aunque el período posterior a la crisis financiera global de 2008 no se considera en este estudio, cabe señalar que en todo el mundo emergente la expansión de los bonos corporativos ha sido importante. En 2012, las emisiones en países como Chile alcanzaban un nivel estimado superior al 3% del PIB, mientras que en México, el Perú y Colombia ese valor fue del 2%, el 1,7% y el 1%, respectivamente. Estos niveles superan considerablemente los del período precrisis, si se considera que en 2006 las emisiones en dichos países se situaban por debajo del 1% del PIB. En la composición sectorial de las emisiones también se observa una evolución en los últimos años en algunos países de América Latina, caracterizada por una mayor participación del sector financiero y una menor participación del sector exportador en algunos países.

Para analizar los mercados emergentes se utilizaron datos del mercado de bonos corporativos de empresas con sede en economías emergentes, correspondientes al período comprendido de 1991 a 2009. Los títulos considerados en este análisis cumplen con los siguientes parámetros: i) solo se analizaron los bonos corporativos emitidos en los mercados internacionales de capital (es decir, el mercado global, el mercado del euro y las emisiones públicas y privadas del mercado exterior); ii) se tomaron en cuenta las emisiones de bonos corporativos cuya comisión de colocación y cuyo margen de bonos primarios estuvieran disponibles, y iii) se excluyeron las emisiones con tasas flotantes de descuento.

La decisión de estudiar las emisiones internacionales estuvo motivada principalmente por la disponibilidad de datos comparables sobre las emisiones de América Latina. En los mercados locales de deuda dicha información es difícilmente comparable y no tiene el nivel de detalle necesario para realizar el análisis propuesto, que sí se presenta en el caso de los datos sobre las emisiones internacionales. Esto podría generar algún sesgo en el conjunto de las empresas analizadas, dado que las emisiones internacionales se concentran en un grupo reducido de compañías que poseen mayor capacidad de endeudamiento, mayores vínculos con la exportación y un tamaño notable. En el caso de Chile, por ejemplo, solamente 15 empresas han realizado emisiones internacionales en los últimos 4 años. Igualmente, existen algunas diferencias en cuanto al nivel de costo entre las emisiones locales y las internacionales. Las emisiones locales, cada vez más importantes en la región, constituyen un tema de estudio en futuras investigaciones.

En la muestra final se incluyeron 1.356 emisiones correspondientes a 43 países y 669 empresas. En el cuadro III.1 se presenta la evolución del mercado de deuda corporativa en el período comprendido de 1991 a 2009. Los datos presentados en este cuadro muestran el alto crecimiento de dicho mercado desde finales de los años noventa hasta el comienzo de la década de 2000. El monto total de los bonos corporativos emitidos durante este período fue de más de 399.000 millones de dólares, con un importe promedio por emisión cercano a 430 millones de dólares. Debido al inicio de la crisis financiera internacional se produjo una caída importante de las emisiones en 2008 y 2009 con respecto a los años anteriores, caracterizados por una alta liquidez en los mercados globales.

Cuadro III.1
El mercado primario emergente de bonos corporativos, 1991-2009

Años	Número promedio de países emisores	Número promedio de bonos emitidos	Monto total emitido (en millones de dólares)	Monto promedio emitido (en millones de dólares)	Madurez promedio (en años)	Comisión total (en millones de dólares)	Comisión promedio (en millones de dólares)	Comisión de colocación promedio (en porcentajes de la cantidad emitida)	Margen promedio de bonos primarios (en puntos básicos)	Denominación promedio en euros, yenes y dólares (en porcentajes del total)	Número promedio de bancos colocadores de títulos
1991	4	12	1 602,2	133,5	4,1	25,90	2,16	1,59	383,8	100,00	1,00
1992	6	54	5 608,4	103,9	5,3	71,09	1,32	1,28	424,4	100,00	1,06
1993	13	176	23 629,0	134,3	10,2	286,72	1,63	1,19	386,4	90,91	1,16
1994	16	89	12 455,4	141,5	7,5	135,30	1,52	1,09	330,8	89,89	1,40
1995	16	73	12 272,3	168,1	8,2	126,33	1,73	1,06	287,8	84,93	2,04
1996	20	170	37 511,9	220,7	5,7	378,21	2,22	1,03	259,1	93,53	1,49
1997	28	199	60 000,8	301,5	5,8	601,94	3,02	1,01	222,8	92,46	1,06
1998	18	69	14 065,1	213,1	7,2	152,12	2,20	1,13	321,3	82,61	1,19
1999	22	70	29 139,9	422,3	7,5	264,34	3,78	0,98	370,7	100,00	1,11
2000	15	54	15 421,6	285,6	9,5	130,02	2,41	0,83	320,2	100,00	1,22
2001	17	53	28 923,1	545,7	8,5	175,55	3,31	0,64	302,4	98,11	1,19
2002	15	49	20 789,7	424,3	8,3	134,84	2,75	0,70	364,3	100,00	1,37
2003	12	53	26 057,9	491,7	6,4	123,32	2,33	0,57	332,4	96,23	1,47
2004	23	95	37 231,9	391,9	7,9	151,00	1,59	0,47	262,1	98,95	1,94
2005	14	58	28 110,5	484,7	7,5	154,20	2,66	0,56	258,2	100,00	2,00
2006	17	30	24 446,7	814,9	8,2	84,54	2,82	0,64	267,4	96,67	2,03
2007	8	15	8 344,5	556,3	9,6	73,71	4,91	0,97	273,4	100,00	2,67
2008	4	9	7 157,2	795,2	7,7	32,01	3,56	0,36	384,3	77,78	2,78
2009	2	4	6 442,3	1 610,6	7,6	30,74	7,68	0,48	606,9	100,00	1,50
	14,21	70,11	399 210,38	433,67	7,51	3 131,88	2,82	0,87	334,67	94,85	1,56

Fuente: Elaboración propia sobre la base de cálculos de Dealogic DCM Analytics, corroborados en Thomson Reuters.

Los vencimientos de los bonos oscilaron de 4 a 10 años, con un promedio de 7,5 años. Durante el período considerado, el ingreso total recibido por los bancos colocadores de títulos por sus servicios fue de aproximadamente 3.100 millones de dólares (en promedio, cerca de 2,8 millones de dólares por emisión), con una comisión de colocación promedio del 0,87% del monto total emitido.

El promedio del margen de bonos primarios fue de 334 puntos básicos, algo superior al margen de los mercados emergentes de bonos soberanos, que fue de 312 puntos básicos en el mismo período. Por último, cerca del 94% de las emisiones estuvieron denominadas en euros, yenes y dólares, y el número promedio de bancos colocadores fue de aproximadamente 1,5 por emisión. En el cuadro III.2 se incluyen las estadísticas descriptivas correspondientes a las variables utilizadas en este capítulo (número de observaciones, valor medio, desviación estándar, mínimo y máximo). Se destaca la amplia diferencia observada entre el número de observaciones disponibles sobre las características de los títulos (más de 1.300) y el número de observaciones relativas a las características de la firma emisora (menos de 400). En lo que respecta a las variables sobre la

empresa emisora, el total de observaciones correspondientes al promedio ponderado del costo de capital (WACC), un indicador fundamental de la situación financiera de la firma, es incluso inferior a 300. Así, de la observación de los datos presentados en el cuadro III.2 se desprende una relativa falta de información financiera estandarizada sobre las empresas emisoras en bases de datos que incluyan información relativa a diferentes economías emergentes. Además, respecto de las características de las empresas emisoras, se nota que en promedio estas no tienen grado de inversión, y que se caracterizan por una alta variación con respecto a la volatilidad del precio de la acción, el costo de capital y la rentabilidad de las empresas. En promedio, la rentabilidad anual de estas empresas es superior al 3,5%, y el WACC es superior al 8%. Idealmente se podrían incluir otras variables de control relacionadas con la empresa, y no necesariamente vinculadas con su endeudamiento y su rentabilidad. En este sentido, variables como la liquidez y la capacidad generadora de flujos podrían considerarse. Sin embargo, los datos correspondientes a algunos de estos indicadores no están disponibles en el caso de muchas de las firmas comprendidas en la muestra. Otros indicadores, como el capital de trabajo y el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA), fueron considerados en algunos casos, pero no resultaron estadísticamente relevantes para explicar la conformación de la comisión de colocación o del margen.

Cuadro III.2
Estadística descriptiva de las variables más representativas de la emisión y de la firma

VARIABLES	Observaciones	Media	Desviación estándar	Mínimo	Máximo	Fuentes
VARIABLES DE LA EMISIÓN						
Margen bruto (en porcentajes) (comisión de colocación)	1 357	0,948871	0,648518	0	6,5	Dealogic
Margen sobre valor de referencia	1 357	306,4138	188,9249	0	950	Dealogic
Valor de la transacción (en dólares)	1 352	299 000 000	378 000 000	14 800 000	3 700 000 000	Dealogic
Número de bancos colocadores por emisión	1 357	1,361091	0,6668873	1	5	Dealogic
Variable ficticia del grado de inversión	1 357	0,4185704	0,4935065	0	1	Dealogic
VARIABLES DE LA FIRMA						
Total de activos (en miles de dólares)	368	7 262 747	20 900 000	3,57031	161 000 000	Thomson Reuters Datastream
Valor de mercado (en miles de dólares)	399	4 297 772	14 800 000	1	132 000 000	Thomson Reuters Datastream
Ingreso neto (en miles de dólares)	369	129 422,4	435 232,1	-622 553	3 048 105	Thomson Reuters Datastream
Ventas (en miles de dólares)	368	1 794 176	5 064 745	0,967135	44 400 000	Thomson Reuters Datastream
Volatilidad por acción	367	8,746594	4,088981	1	20	Thomson Reuters Datastream
Promedio ponderado del costo de capital (WACC)	224	8,702897	10,83297	-117,8273	57,51126	Thomson Reuters Datastream
Rentabilidad	367	0,0358767	0,0514761	-0,1939666	0,31101	Thomson Reuters Datastream

Fuente: Elaboración propia sobre la base de cálculos de Dealogic DCM Analytics, Thomson Reuters Datastream.

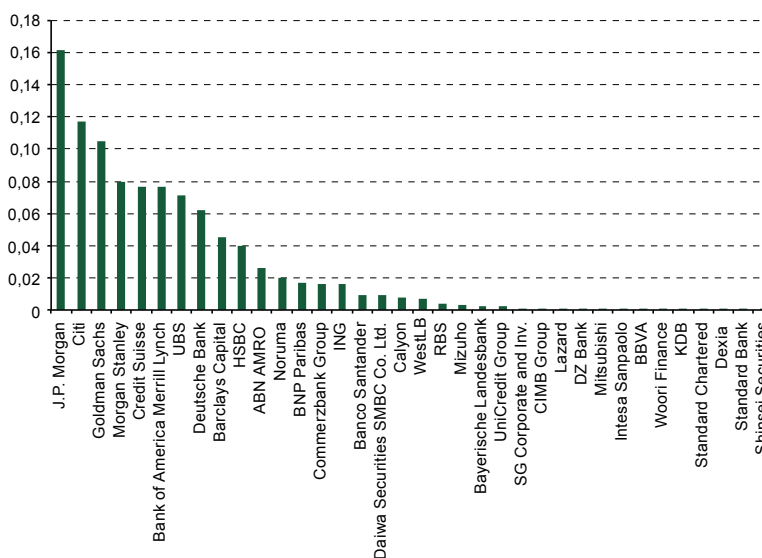
2. La participación de mercado de los bancos de inversión y la información empleada

Las dos variables explicativas clave que permiten medir el impacto de los bancos de inversión y de las agencias de calificación en el costo de capital (es decir, la comisión de colocación y el margen primario del bono, respectivamente) se estiman con base en la información provista en DCM Analytics, el producto de renta fija de la agencia de análisis financiero Dealogic. Estas variables son la reputación

de los colocadores y la percepción del riesgo de crédito de las agencias de calificación. La metodología estándar para medir la reputación es la participación de mercado, una variable indirecta (*proxy*) utilizada frecuentemente en la literatura corporativa (McDonald y Fisher, 1972; Simon, 1990; De Long, 1991; Megginson y Weiss, 1991; Beatty y Welch, 1996; Livingston y Miller, 2000; Hua Fang, 2005).

En el gráfico III.2 se presenta la participación de mercado de los bancos de inversión en los mercados emergentes de deuda corporativa. Más del 80% de la participación de mercado corresponde a los diez bancos de inversión más importantes, es decir, JP Morgan, Citibank, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Credit Suisse, Bank of America Merrill Lynch, UBS, Deutsche Bank, Barclays y HSBC. Más del 15% de la participación de mercado corresponde al JP Morgan, que es el banco de mejor reputación en el mercado de bonos corporativos emergentes. Con el fin de medir la percepción del riesgo de crédito de las agencias de calificación, es posible calcular el residual de una regresión de la calificación de la emisión corporativa, estimada sobre la base de los factores externos y las características de la firma y de la emisión. Según Eichengreen y Mody (2000), es preferible utilizar solo el componente llamado ortogonal de la calificación corporativa, ya que se correlaciona con otras variables que se incluyen por separado como variables explicativas.

Gráfico III.2
Participación de mercado de los bancos de inversión en los mercados emergentes de deuda corporativa, 1991-2009^a
(En porcentajes)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de cálculos de Dealogic DCM Analytics.

^a La reputación se expresa como el porcentaje promedio de participación de mercado durante el período 1991-2009.

En lugar de considerar la participación de mercado y las calificaciones de los bancos como una medida continua de la reputación y de la percepción de las calificaciones, ambas medidas se clasifican según un criterio binario. En el caso de la reputación de los bancos de inversión se utiliza una variable dicotómica a la que corresponde valor 1 cuando el banco es confiable, y valor 0 en caso contrario. Esta clasificación se basa en que, en la industria de la banca de inversión, un banco puede contar o no con buena reputación (Tinic, 1988; Carter, Dark y Singh, 1998; Hua Fang, 2005).

Con respecto a las calificaciones otorgadas por las agencias de calificación, se utiliza una variable que toma el valor de 1 cuando la emisión es de grado de inversión, y asume valor 0 en caso contrario. La calificación de grado de inversión se realiza debido a la alta diferenciación que los inversionistas institucionales hacen respecto de las emisiones, dependiendo de si alcanzan o no el grado de inversión (dicha diferenciación

también se observa en algunas regulaciones, como las normas relativas a pensiones de algunos países) (Cantor y Packer, 1996; Dale y Thomas, 1991). Además, los costos de los recursos financieros aumentan sustancialmente en el caso de las empresas que se degradan y se sitúan por debajo del grado de inversión (Ferri, Liu y Stiglitz, 1999). Los datos correspondientes a otras variables explicativas que potencialmente podrían utilizarse para determinar los costos de emisión se obtienen de diferentes fuentes.

La información sobre las variables relativas a las condiciones macroeconómicas del país está disponible en bases de datos ampliamente conocidas, tales como Finanzas de Desarrollo Global (Global Development Finance, GDF) e Indicadores del Desarrollo Mundial (World Development Indicators, WDI) del Banco Mundial. Las calificaciones soberanas son estimadas por Standard and Poor's. Los datos relativos a las condiciones externas (rendimientos de los bonos del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos con vencimiento a 10 años), el índice VIX y la producción industrial de los Estados Unidos están disponibles en Thomson Reuters Datastream. La información sobre las principales características de las emisiones de bonos, tales como la cantidad emitida, la denominación de la moneda, la madurez, la regulación de los bonos o los convenios especiales relativos a estos se consultan en Dealogic. Para analizar los efectos de la regulación y de los pactos especiales, es necesario considerar las variables incluidas en el registro de la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) de los Estados Unidos, así como la Regulación S, la Regla 144A y las cláusulas de acción colectiva, que inciden en los costos de emisión.

Además de las variables relativas a la reputación expuestas anteriormente, se considera un conjunto de variables relacionadas con las entidades emisoras, construidas con base en datos consultados en Dealogic, tales como el número de bancos participantes en la emisión y la estabilidad de la interacción de emisores y colocadores. De acuerdo con Kollo y Sharpe (2006), para medir la estabilidad de la relación entre el emisor y el colocador se estima la proporción de emisiones (en términos de valor) que están siendo colocadas por el mismo banco de inversión. De la misma manera, es importante considerar una variable de estado a la que corresponde valor 1 si el banco colocador de la emisión previa difiere del banco colocador de la emisión actual. En general, aproximadamente al 23% de las emisiones corporativas consideradas en la muestra (incluidas todas las emisiones) corresponde un colocador diferente del de las emisiones anteriores, dato que contrasta con el 80% estimado en el caso de las emisiones soberanas. De estos datos se deduce que las empresas de los mercados emergentes podrían seguir una estrategia diferente con respecto a su colocador y que, por lo tanto, no rotarían en la misma proporción que sus contrapartes soberanas.

Finalmente, se tuvo en cuenta la información financiera sobre las empresas, consultada en Thomson Reuters Financial y Worldscope. Las características de las empresas consideradas en el estudio son las siguientes: el tamaño de la empresa (se incluyen el año de la emisión, la capitalización correspondiente a ese año y los activos totales de la firma), la rentabilidad (que se define como el ingreso neto dividido por los activos totales en el año de la emisión), el tamaño de la emisión relativa (estimado como la proporción del monto emitido respecto del tamaño de la empresa), la frecuencia (el número de emisiones emitidas por la empresa durante el período considerado), el coeficiente beta de la empresa, la convergencia sigma (la volatilidad de la rentabilidad del emisor durante los últimos 120 días anteriores a la fecha de emisión de los bonos), las emisiones relativas totales (la suma de todos los montos emitidos por la empresa con respecto a su tamaño), el total de la deuda sobre el total de activos y el costo promedio del capital.

E. Los determinantes de los costos de emisión

1. La estrategia de estimación de los costos de emisión

Con el fin de estimar los determinantes del costo de capital de las emisiones corporativas se consideraron los bonos de empresas de 43 países de mercados emergentes, emitidos en el período comprendido de 1991 a 2009. Esta información se agrupó con datos consultados en Thomson Reuters Datastream, relativos a las características de las firmas. Los datos macroeconómicos y los relativos a los países se

consultaron en WDI y GDF. Se utilizaron dos modelos diferentes, uno para estimar las comisiones de colocación y otro para calcular los márgenes de los bonos primarios. Sin embargo, el enfoque utilizado para la estimación de ambos costos de la emisión es el mismo, y se especifica a continuación.

En el inicio de la estimación se utilizó un modelo de referencia basado en Eichengreen y Mody (2000). Posteriormente se incluyeron los efectos fijos anuales de la especificación estimada de mínimos cuadrados ordinarios (MCO), debido a que los altos costos de emisión podrían ser el resultado del resurgimiento de este mercado en la década de 1990, mientras que los bajos costos de los períodos de tranquilidad podrían deberse a la maduración del mercado durante la primera década del siglo XXI. Luego se introdujeron los factores externos y, a continuación, se consideraron diferentes características relacionadas con la relación del emisor y el colocador. Posteriormente, con base en lo señalado por Hua Fang (2005), se añadió una serie de variables relativas a la empresa, que representan las características financieras del emisor.

Por último se introdujeron las dos variables clave de este estudio: la reputación de los bancos de inversión y la percepción del riesgo de crédito de las agencias de calificación. En cada etapa del proceso de estimación se comprobó la multicolinealidad de las variables explicativas, con base en el cálculo de los factores de inflación de varianza (VIF).

De acuerdo con esta configuración se analizó la interacción entre las variables correspondientes a la empresa, las variables correspondientes al emisor y el colocador, y las características nacionales y externas en la determinación de los costos de endeudamiento de las emisiones corporativas incluidas en la muestra. Como prueba de la robustez del modelo utilizado se realizó una selección por pasos hacia adelante y hacia atrás, con resultados muy similares a los obtenidos al aplicar el enfoque considerado en la etapa anterior.

2. Los factores determinantes de la comisión de colocación

Los resultados obtenidos en las etapas preliminares, relativos a la estimación de la comisión de colocación con base en el modelo de referencia, se resumen en el cuadro III.3. Inicialmente se consideró un modelo propuesto por Eichengreen y Mody (2000), con algunas variables macroeconómicas adicionales. En este modelo se tomaron en cuenta los resultados de la especificación estimada de MCO, los efectos anuales, los factores externos, las características de la emisión, diferentes configuraciones del modelo resultante al considerar características de la empresa, y los resultados del modelo de referencia relativos a las comisiones de colocación, incluidas las dos variables clave de este estudio: la reputación del colocador de títulos (es decir, la participación de mercado de los bancos de inversión en el mercado de bonos corporativos) y la percepción del riesgo de crédito de las agencias calificadoras (es decir, el residuo de la regresión, estimado con base en el grado de inversión ficticio considerado como variable dependiente). En lo que respecta a las medidas de la reputación de los colocadores expuestas en el cuadro III.2, el mejor desempeño corresponde a la variable dicotómica relativa a los tres principales bancos de inversión, determinada en función de la participación de mercado (dicha variable asume valor 1 si JP Morgan, Citibank o Goldman Sachs son los gestores principales de la emisión, y toma valor 0 en otros casos) (véase el gráfico III.2). Es importante notar que solo se seleccionaron variables con un alto poder predictivo, o aquellas cuya estimación no reducía el ajuste adecuado del modelo.

Con base en los resultados se deduce que las comisiones de colocación dependen de una combinación de las condiciones macroeconómicas, las características de la emisión y las variables de las empresas. Es interesante observar que debido a la inclusión de las variables asociadas, relativas a las emisiones y a las empresas, se reduce el número de variables macroeconómicas significativas en comparación con el extenso número de variables macroeconómicas que contribuyen a la determinación de las comisiones. En el cuadro III.3 se muestra que solo dos variables macroeconómicas son significativas en la estimación de las comisiones. En particular, un aumento de la deuda externa sobre el producto nacional bruto (PNB) y una disminución de la madurez de la deuda total se asocian significativamente con una mayor comisión de colocación. Un aumento de una desviación estándar de la ratio de la deuda externa sobre el PNB tendría un efecto positivo en la comisión de colocación del 0,11%. Estos resultados se derivan del impacto positivo que la solvencia del país y la capacidad

de colocar emisiones a largo plazo tienen en la percepción de riesgo de los bancos de inversión con respecto a la emisión de bonos corporativos.

En cuanto a las características de las emisiones, en el cuadro III.3 se observa que la denominación de la moneda de la emisión tiene un impacto significativo en las comisiones de colocación. En particular, la asociación de las emisiones corporativas emergentes denominadas en las monedas más importantes del mercado (es decir, euros, yenes y dólares) se traduce en una reducción de las comisiones de colocación. Esto se debe a la mayor capacidad (y, por lo tanto, al menor esfuerzo requerido) para colocar bonos denominados en esas monedas, gracias a una mayor demanda de los inversores institucionales.

Cuadro III.3
Factores determinantes de la comisión de colocación en las emisiones internacionales^a

Variables	Valor de referencia
Crecimiento del PIB (anual)	+
Deuda externa sobre PNB	+
Deuda pública externa sobre PNB	
Reservas como porcentaje de la deuda externa	
Vencimiento promedio de nueva deuda externa	-
Reservas sobre PNB	
Variable ficticia dólares	-
Variable ficticia euros	-
Variable ficticia yenes	-
Rentabilidad	-
Volatilidad de la acción	-
Frecuencia	-
Deuda total/activos totales	+
Residual de grado de inversión	-
Reputación (<i>top</i> 1)	
Reputación (<i>top</i> 3)	-
Observaciones	
R-cuadrado	186
R-cuadrado ajustado	0,536
Controles	Sí
Efectos fijos (país)	Sí

Fuente: Elaboración propia.

^a Regresiones con efectos de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) en tiempo fijo y MCO con tiempo y país fijo. La variable dependiente es la comisión de colocación pagada por la empresa a los bancos. Mediante los recuadros sombreados se identifican variables estadísticamente significativas al 1% y al 5%. En cada recuadro se indica el signo del coeficiente de la variable: el signo más (+) señala que la variable tiene un impacto positivo en la comisión de colocación, y el signo menos (-) señala que la variable tiene un impacto negativo en dicha comisión. Los errores estándares robustos están agrupados a nivel de país. Entre las variables base de control se incluyen: el crecimiento del producto interno bruto (PIB) anual, la deuda externa sobre el producto nacional bruto (PNB), la deuda a corto plazo como porcentaje del total de la deuda externa, la madurez promedio de la nueva deuda externa, el presupuesto fiscal, el servicio de la deuda externa sobre las reservas, el servicio de la deuda como porcentaje de las exportaciones, las reservas sobre el PNB, la calificación residual de Standard & Poor's (país), la cuenta corriente sobre el PNB, la volatilidad de la inflación, la producción industrial de los Estados Unidos (crecimiento mensual), el rendimiento del año T-10 de los Estados Unidos, el índice VIX (CBOE), el índice de estabilidad (Kollo), la variable ficticia de cambio, los años hasta el vencimiento de la emisión (en escala logarítmica), el número de entidades colocadoras (*bookrunners*), el tamaño de la emisión (en escala logarítmica), el total de emisiones en circulación, la variable ficticia para títulos no emitidos en los últimos tres años, la variable ficticia de la Regla 144A, la variable ficticia de la Regulación S, la variable ficticia del registro SEC, las variables ficticias de dólares, euros y yenes, la reputación (*top* 3 bancos), el valor de mercado de la empresa, la rentabilidad de la firma, la volatilidad de inventarios de la firma, la frecuencia de acciones, la deuda total de la empresa sobre el total de activos, el costo medio de capital de la firma (Thomson Reuters Datastream), la variable ficticia del grado de inversión residual, y las variables ficticias de tiempo y efectos del país (si se especifican).

Las variables de las empresas y, en particular, las medidas de riesgo de crédito son cruciales para explicar la composición de las comisiones de colocación. Un aumento de la rentabilidad de la firma tiene un impacto negativo y significativo del 1% en la estimación de las comisiones. Es decir que un incremento de una desviación estándar de la rentabilidad (sigma igual a 0,0514) resultaría en una reducción del 0,12% de la comisión de colocación. Por el contrario, la relación entre la proporción de la deuda total respecto de los activos totales y las comisiones de colocación es positiva y estadísticamente significativa. Un aumento de una desviación estándar de la proporción de la deuda total respecto de los activos (sigma igual a 14,93) se traduciría en un alza de la comisión de colocación del 0,13%. Estos resultados son consistentes con lo expresado en la literatura empresarial de los países desarrollados, en que se muestra que las comisiones de colocación están positivamente asociadas a un mayor riesgo de incapacidad de pago.

El impacto de la reputación del banco de inversión y de la percepción del riesgo de crédito de las agencias de calificación (variable residual de grado de inversión) en la determinación de las comisiones de colocación es significativo, como puede observarse en el cuadro III.3. Igualmente, existe una relación negativa y estadísticamente significativa entre las emisiones colocadas por un banco de inversión de renombre y las comisiones. Una posible interpretación de este resultado es que “los colocadores de mayor prestigio tienen poder de negociación para lograr que los miembros del sindicato de colocación acepten comisiones más bajas” (Livingston y Miller, 2000). Sin embargo, este resultado contrasta con lo expresado en la literatura teórica. La reputación debería correlacionarse positivamente con la retribución del servicio prestado (Chemmanur y Fulghieri, 1994).

En síntesis, se observa que, *ceteris paribus*, la reputación del colocador, la solvencia de las firmas y la percepción del riesgo de crédito de las agencias calificadoras inciden significativamente en las comisiones de colocación y, en consecuencia, en el costo de capital de las empresas de mercados emergentes. En particular, una percepción positiva de las agencias de calificación (es decir, el residual de una regresión de la calificación de la emisión corporativa) se asocia negativamente a las comisiones de colocación.

3. Los determinantes del margen primario de los bonos

En el cuadro III.4 se presentan los resultados del modelo de referencia considerado para la estimación del margen primario de los bonos. Para mantener la coherencia y asegurar la comparabilidad de estos resultados con los correspondientes al cálculo de las comisiones, se utilizó como medida de reputación de los colocadores la variable dicotómica relativa a los tres mejores bancos de inversión. El ajuste de las regresiones (R-cuadrado) se traduce en una mejora progresiva desde el modelo inicial hasta el modelo de referencia, que es visiblemente menos pronunciada que en el caso de la comisión de colocación.

Los márgenes primarios de los bonos corporativos se derivan de una combinación de las variables macroeconómicas, las características del emisor y las características de la emisión. En particular, se observa que las variables relativas a las condiciones macroeconómicas de la nacionalidad del emisor son factores explicativos clave en la determinación de los márgenes corporativos. Un aumento de la deuda pública externa sobre el PNB y una reducción de la madurez de la deuda total tienen un impacto positivo sobre los márgenes primarios. Un incremento de una desviación estándar de la madurez (sigma igual a 2,74) redundaría en una caída promedio del margen de 19 puntos básicos. Un aumento del riesgo de impago de la deuda pública y una menor capacidad para hacer flotar bonos a largo plazo se relacionan significativamente con mayores comisiones. Por otra parte, el impacto de una mejor percepción de las agencias calificadoras (en este caso, Standard and Poor's) con respecto a las calificaciones soberanas, *ceteris paribus*, es negativo y estadísticamente significativo al 1%. Además, un incremento de una desviación estándar de la percepción soberana de las agencias calificadoras (sigma igual a 1,72) se traduciría en una caída del margen de alrededor de 43 puntos básicos.

Cuadro III.4
Factores determinantes del margen de bonos primarios en las emisiones internacionales^a

VARIABLES	Valor de referencia
Deuda externa sobre PNB	
Servicios de deuda externa sobre reservas	
Cuenta corriente sobre PNB	
Porcentaje de deuda a corto plazo del total de deuda externa	
Vencimiento promedio de nueva deuda externa	-
Calificaciones residuales (país)	-
Coefficiente de apertura	
Variable de estabilidad (Kollo)	+
Años al vencimiento	-
Log (emisión)	-
Emisiones totales en circulación	
Variable ficticia de la Regla 144A	+
Deuda total/activos totales	+
Residual de grado de inversión	-
Reputación (<i>top</i> 1)	
Reputación (<i>top</i> 3)	-
Reputación (<i>top</i> 8)	
Observaciones	186
R-cuadrado	0,536
R-cuadrado ajustado	0,431
Controles	Sí
Efectos fijos (país)	Sí

Fuente: Elaboración propia.

^a Regresiones con efectos de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) en tiempo fijo y MCO con tiempo y país fijo. La variable dependiente es el margen de bonos primarios corporativos (en puntos básicos). Mediante los recuadros sombreados se identifican variables estadísticamente significativas al 1% y al 5%. En cada recuadro se indica el signo del coeficiente de la variable: el signo más (+) señala que la variable tiene un impacto positivo en la comisión de colocación, y el signo menos (-) señala que la variable tiene un impacto negativo en dicha comisión. Los errores estándares robustos están agrupados a nivel de país. Entre las variables base de control se incluyen: la madurez promedio de la nueva deuda externa, el presupuesto fiscal, el servicio de la deuda como porcentaje de las exportaciones, las reservas sobre el producto nacional bruto (PNB), la calificación residual de Standard & Poor's (país), la cuenta corriente sobre el PNB, la volatilidad de la inflación, la producción industrial de los Estados Unidos (crecimiento mensual), el rendimiento del año T-10 de los Estados Unidos, el índice VIX (CBOE), el índice de estabilidad (Kollo), la variable ficticia de cambio, los años hasta el vencimiento de la emisión (en escala logarítmica), el número de entidades colocadoras (*bookrunners*), el tamaño de la emisión (en escala logarítmica), el total de emisiones en circulación, la variable ficticia para empresas que no emitieron en los últimos tres años, la variable ficticia de la Regla 144A, la variable ficticia de la Regulación S, la variable ficticia del registro SEC, las variables ficticias de dólares, euros y yenes, la reputación (*top* 3 bancos), el valor de mercado de la empresa, la rentabilidad de la firma, la volatilidad de inventarios de la firma, la frecuencia de acciones, la deuda total de la empresa sobre el total de activos, el costo medio de capital de la firma (Thomson Reuters Datastream), la variable ficticia del grado de inversión residual, y las variables ficticias de tiempo y efectos del país (si se especifican).

En cuanto a las características de la emisión, en el cuadro III.4 se muestra que solo la cantidad emitida es significativa. Un aumento de dicha cantidad se considera negativo y se asocia a menores márgenes de los bonos corporativos emergentes. Una posible interpretación de este resultado es que solo las empresas que disponen de una elevada solvencia están en condiciones de realizar una gran cantidad de colocaciones en los mercados de capitales. Además, solo una variable relativa a la empresa

es significativa. La relación entre el total de la deuda y los activos totales se asocia positivamente a mayores márgenes de los bonos primarios.

En contraste con lo observado en el caso de las comisiones de colocación, las dos variables utilizadas para describir el impacto de los bancos de inversión y de las calificaciones de las empresas en el mercado de bonos corporativos no son significativas. En el cuadro III.4 también se muestra que la variable relativa a la reputación de los colocadores, si bien es negativa, no es significativa en la determinación de los márgenes. Del mismo modo, la percepción del riesgo de crédito de las agencias de calificación con respecto a la firma se asocia negativamente, pero no significativamente, con los diferenciales de los bonos corporativos primarios.

Este último resultado contrasta con lo observado en el caso de las calificaciones soberanas, en que la percepción favorable de una agencia de calificación respecto de un país se traduce, para las empresas, en menores costos de emisión en los mercados internacionales. Esto sugiere que los inversionistas institucionales, a diferencia de los bancos de inversión que actúan como colocadores, están más preocupados por la percepción de las agencias de calificación respecto del riesgo país, *ceteris paribus*, que por la percepción de dichas agencias respecto de las empresas.

El hecho de que la calificación soberana incida en el margen primario corporativo está relacionado con el concepto de techo soberano. El gobierno generalmente es el principal demandante de la riqueza nacional y tiene más herramientas que una empresa privada para pagar la deuda (el incremento de impuestos o el impuesto inflacionario, por ejemplo). Por lo tanto, cuando los inversionistas deciden prestar al sector privado de un país determinado ofrecen usualmente condiciones iguales o menos favorables que las que otorgarían al gobierno correspondiente. Este fenómeno, conocido en la literatura como techo soberano, juega un rol importante en los mercados de deuda corporativa emergente y afecta directamente los costos de emisión de dichos mercados. Así, el resultado presentado permite confirmar que el impacto del techo soberano en los costos de colocación de las empresas es considerable (principalmente, a partir del margen primario), ya que a pesar de que las agencias de calificación crediticia han decidido modificar progresivamente su política de asociar la calificación de un emisor privado a las calificaciones soberanas, estas siguen teniendo un papel determinante en la calificación de deuda otorgada a las firmas (Borensztein, Cowan y Valenzuela, 2007).

En las economías emergentes, la aplicación del techo soberano ha sido una práctica común de las agencias de calificación. Uno de los primeros ejemplos de ello se dio en abril de 1997, cuando la agencia Standard and Poor's hizo el polémico anuncio de que actualizaría la deuda de 14 empresas argentinas, entre ellas, 3 bancos, y les otorgaría una calificación crediticia más alta que la concedida a la deuda soberana argentina. Moody's argumentó que la medida era irresponsable, opinión con que muchos otros participantes del mercado estuvieron de acuerdo (Durbin y Ng, 2005). Cuando la calificación crediticia de las obligaciones soberanas es poco favorable, las calificaciones de las empresas de ese país, a pesar de su solidez financiera, pueden verse afectadas. Este escenario constituye una externalidad negativa para el sector privado de las economías emergentes (Heinrichs y Stanoeva, 2013).

4. El impacto de la reputación del banco colocador en el costo de capital

La reputación del banco es una dimensión importante para la valoración de los bonos corporativos de las economías desarrolladas. En el cuadro III.5 se presentan los resultados de la comparación entre las características de las emisiones colocadas por los bancos de buena reputación y las características de las emisiones colocadas por los bancos de menor reputación. Así, se informaron los estadísticos t correspondientes a las diferencias de estas medias. Si se consideran los bancos *top 3* definidos anteriormente (de acuerdo con las participaciones de mercado), se observan diferencias significativas entre los dos grupos en lo que refiere a una serie de variables: en los bancos de mejor reputación se registran tasas más bajas de colocación, plazos más largos, mejores calificaciones de crédito, mayor capitalización de mercado y mayor rentabilidad.

Cuadro III.5
Prueba t para los bancos más importantes (bancos top 3)^a

Variables	Top 3		No top 3		Total		Prueba t (Ho: u1=u2, Ha: u1<>u2)
	Promedio	Desviación estándar	Promedio	Desviación estándar	Promedio	Desviación estándar	
Margen primario (puntos básicos)	296,08	187,07	314,08	190,04	306,41	188,92	0,0827
Comisión de colocación	0,87	0,63	1,01	0,66	0,95	0,65	0,0001
Reservas sobre importaciones	0,58	0,28	0,62	0,28	0,61	0,28	0,0245
Servicio de deuda como participación en las exportaciones	30,13	16,93	34,77	19,94	32,85	18,88	0,0001
Reservas/deuda externa total	34,50	35,55	35,80	41,27	35,27	39,02	0,6004
Deuda externa sobre PNB	37,68	14,85	36,74	15,51	37,13	15,24	0,3351
Crecimiento del PIB (anual)	4,60	3,02	4,33	2,98	4,44	3,00	0,1039
Emisiones totales en circulación	2,71	3,00	2,62	3,01	2,66	3,01	0,6015
Calificación residual de Standard & Poor's	0,08	1,69	-0,21	1,74	-0,09	1,72	0,0136
Presupuesto fiscal	0,44	3,21	0,15	4,26	0,27	3,85	0,1851
Índice de volatilidad VIX	18,26	5,56	17,62	5,12	17,89	5,32	0,0301
Rendimiento del bono a 10 años de los Estados Unidos	5,65	1,05	5,84	1,01	5,76	1,03	0,0007
Producción industrial de los Estados Unidos (anual)	0,28	0,52	0,32	0,48	0,31	0,49	0,1821
Años a vencimiento	7,85	5,73	7,09	7,87	7,41	7,05	0,0499
Ganancias del valor de transacción	389 000 000	466 000 000	233 000 000	280 000 000	299 000 000	378 000 000	0
Variable ficticia de la regla 144A	0,63	0,48	0,46	0,50	0,53	0,50	0
Variable ficticia del grado de inversión	0,44	0,50	0,40	0,49	0,42	0,49	0,1461
Variable ficticia de la regulación S	0,90	0,29	0,85	0,36	0,87	0,33	0,0017
Variable ficticia del registro SEC	0,12	0,32	0,07	0,26	0,09	0,29	0,0052
Variable ficticia dólares, euros y yenes	0,98	0,14	0,91	0,29	0,94	0,24	0
Variable ficticia dólares	0,91	0,28	0,82	0,39	0,86	0,35	0
Variable ficticia euros	0,05	0,22	0,06	0,25	0,06	0,23	0,276
Variable ficticia yenes	0,02	0,12	0,03	0,17	0,02	0,15	0,1226
Número de bancos colocadores	1,61	1,03	1,26	0,55	1,40	0,81	0

Cuadro III.5 (conclusión)

Variables	Top 3		No top 3		Total		Prueba t (Ho: u1=u2, Ha: u1 <> u2)
	Promedio	Desviación estándar	Promedio	Desviación estándar	Promedio	Desviación estándar	
Vencimiento promedio de la deuda externa	12,16	4,10	12,13	3,93	12,14	4,00	0,8852
Índice de estabilidad (Kollo)	0,50	0,37	0,55	0,39	0,53	0,38	0,0107
Valor de mercado de la empresa	1 761 623	4 479 027	1 788 202	4 399 955	1 774 578	4 433 678	0,9575
Rentabilidad de la empresa	0,04	0,05	0,03	0,05	0,04	0,05	0,0176
Volatilidad de acciones de la empresa	8,67	3,65	8,83	4,54	8,75	4,09	0,7049
Frecuencia	5,61	7,04	5,51	7,15	5,55	7,10	0,7914
Emisión total (relativa)	14 500 000	78 500 000	12 900 000	58 800 000	13 700 000	69 500 000	0,8392
Emisiones totales en circulación	2,71	3,00	2,62	3,01	2,66	3,01	0,6015
Deuda total de la empresa sobre activos totales	33,97	16,35	34,56	13,36	34,26	14,94	0,7114
Costo de capital promedio de la empresa	8,09	12,75	9,38	8,19	8,70	10,83	0,3756
Calificación corporativa del residual de lanzamiento	0,42	3,05	-1,10	2,86	-0,27	3,06	0,0004
Variable ficticia del grado de inversión residual	0,02	0,47	-0,16	0,42	-0,06	0,46	0,0002

Fuente: Elaboración propia.

^a En el caso de las variables destacadas en el cuadro, las diferencias entre las medias son significativas con un 5% de nivel de confianza.

Al analizar los resultados expuestos en el cuadro III.3 y en el cuadro III.4 puede asumirse que la interacción entre el emisor y el colocador de títulos es exógena. Sin embargo, al aplicar la prueba t a los bancos principales (*top 3*) y secundarios (*no top 3*), se observan diferencias con respecto a la emisión y a las características de la firma. En consecuencia, la naturaleza de la interacción podría en realidad ser endógena. En las estimaciones iniciales para determinar las comisiones y los márgenes de los títulos se asumió que la variable de banco *top* era exógena. Si el banco *top* considerado no proviniese de una muestra aleatoria podría producirse un sesgo y, por lo tanto, los coeficientes estimados en la regresión lineal de esas ecuaciones serían inconsistentes (Maddala, 1983).

Para medir correctamente el efecto de reputación y, al mismo tiempo, resolver el problema del sesgo de selección, la metodología de dos pasos propuesta por Heckman se implementó en el contexto del mercado corporativo emergente. Este enfoque ha sido utilizado para estudiar, en el mercado de bonos corporativos, la entrada de bancos comerciales al mercado de colocación de bonos y la interacción de los colocadores y los emisores.

El primer paso consiste en estimar un modelo *probit* para la variable banco *top*. En este tipo de modelo la variable dependiente puede tomar solamente uno de dos valores. En este caso, a la variable le corresponderá valor 1 si la emisión ha sido colocada por un banco *top*, y se le atribuirá valor 0 en caso contrario. Debido a que los bancos de ambas categorías (*top* y *no top*) no tienen acceso a la misma tecnología

para fijar los precios y los márgenes, fue necesario realizar las estimaciones correspondientes al segundo paso de la metodología por separado para cada tipo de banco, lo que supuso introducir la ratio de Mills en el primer paso, en las ecuaciones de comisión. De acuerdo con la significación y con el signo de la ratio de Mills inversa es posible establecer si la información correspondiente a la participación de bancos *top* y a la interacción de emisores y colocadores incide significativamente en la determinación de las comisiones de colocación cobradas por los bancos en general. Un esquema similar se aplicó para analizar la relación entre la interacción de emisores y colocadores y los márgenes primarios de los bonos corporativos.

Se aplicó un modelo *probit* de los determinantes de la interacción entre los emisores y los colocadores, en que se incluyeron solo aquellas variables que pudieran incidir en dicha interacción. Cabe señalar que la probabilidad de contar con un banco *top* como colocador depende en gran medida de la variable dicotómica de grado de inversión, lo que sugiere que dicha variable constituye una dimensión importante considerada por los principales bancos.

En el cuadro III.6 se resumen los resultados relativos a los determinantes de la comisión de colocación, correspondientes a tres indicadores de reputación. En el caso del grupo de bancos de mejor reputación, se observa que las variables relacionadas con las características de la emisión, en particular, la moneda, tienen un efecto significativo sobre la comisión de colocación. Los bancos de baja reputación (*non-reputable banks*) se ven más afectados por las características del país, por lo que se estima que los bancos de menor reputación tienen más en cuenta esta dimensión. Las características de la emisión —en particular, la divisa de la emisión— tienen un efecto similar (decreciente) en la comisión de colocación. Además, a diferencia de lo que se comprueba en el caso de los bancos de mejor reputación, las comisiones de colocación pueden reducirse como resultado de la rentabilidad de la empresa. Esto significa que las firmas que se relacionan con los bancos de menor reputación tienen que demostrar que son más lucrativas.

Una vez corregidos los resultados originales con base en el enfoque de Heckman, en el cuadro III.6 se presentan los resultados correspondientes a la segunda estimación de la ecuación de la comisión de colocación. Al corregir el posible sesgo de selección relativo a la interacción de emisores y colocadores, se observa que la proporción del riesgo de no selección en el caso de los tres mejores bancos no es significativa. Esto sugiere que la información relativa a la interacción de emisores y colocadores no incide significativamente en las comisiones de colocación. Por lo tanto, a diferencia de lo que se comprueba en las economías desarrolladas, el efecto de la reputación sobre las comisiones no es directo, más allá de la incidencia que puede atribuirse a las características observables. Las variables relativas al país tienden a afectar en mayor medida las emisiones de los bancos de menor reputación, mientras que la incidencia del grado de inversión residual de las empresas sobre la comisión de colocación se comprueba en ambos tipos de emisión, ya sea que esta se realice mediante los bancos de mayor reputación, o a través de los de menor prestigio.

Cuadro III.6
Determinantes de la comisión de colocación (bancos *top* frente a otros bancos) ^a

Variables	<i>Top 3</i>	No <i>top 3</i>
Crecimiento del PIB (anual)	+	+
Deuda externa sobre PNB	+	+
Vencimiento promedio de nueva deuda externa	-	-
Índice de estabilidad (Kollo)	+	+
Número de bancos colocadores	+	+
Variable ficticia dólares	-	-
Variable ficticia euros	-	-
Variable ficticia yenes	-	-

Cuadro III.6 (conclusión)

VARIABLES	Top 3	No top 3
Rentabilidad	-	-
Volatilidad de las acciones de la empresa	+	-
Deuda total de la empresa sobre activos totales	-	-
Variable ficticia del grado de inversión residual	+	+
Lambda (top 8)	-	-
Lambda (top 3)		
Lambda (top 1)	-	-
Observaciones	99	97
R-cuadrado	0,541	0,661
R-cuadrado ajustado	0,285	0,474
Controles	Sí	Sí
Efectos fijos (país)	Sí	Sí

Fuente: Elaboración propia.

^a Mediante los recuadros sombreados se identifican variables estadísticamente significativas al 1% y al 5%. En cada recuadro se indica el signo del coeficiente de la variable: el signo más (+) señala que la variable tiene un impacto positivo en la comisión de colocación, y el signo menos (-) señala que la variable tiene un impacto negativo en dicha comisión. Las estimaciones se basan en regresiones corregidas por el método de Heckman (ecuación de adecuación entre emisor y suscriptor). La variable dependiente es la comisión de colocación pagada por la firma a los bancos (como porcentaje del monto emitido). Los errores estándares robustos están agrupados a nivel de país. Entre las variables base de control se incluyen: el crecimiento del producto interno bruto (PIB) anual, la deuda externa sobre el producto nacional bruto (PNB), la madurez promedio de la deuda externa, la participación de la estabilidad (Kollo), la variable ficticia de cambio, los años hasta el vencimiento (en escala logarítmica), el número de entidades colocadoras (*bookrunners*), la variable ficticia de la Regla 144A, la variable ficticia de la Regulación S, la variable ficticia del registro SEC, las variables ficticias de dólares, euros y yenes, la rentabilidad de la empresa, la volatilidad de las acciones de la firma, la frecuencia, la deuda total de la empresa sobre el total de activos, la variable ficticia del grado de inversión residual, y las variables ficticias de tiempo y efectos del país (si se especifican).

En el cuadro III.7 se presentan los resultados sobre los determinantes de los márgenes de los bonos correspondientes a los bancos de mayor y de menor reputación. Al analizar dichos resultados se observan algunas diferencias entre ambos grupos en cuanto a los factores determinantes. En lo que respecta a los tres principales bancos de mayor prestigio, se comprueba que, con pocas excepciones, a las características nacionales no les corresponde un papel importante en la determinación del margen primario. Por el contrario, se observa que la divisa de la emisión tiene un efecto negativo y significativo. Las variables relacionadas con la rentabilidad de la empresa y con la percepción de las agencias de calificación crediticia disminuyen el margen de la firma, mientras que sus pasivos tienden a aumentar el margen de mercado. Al igual que en el caso anterior, las diferencias identificadas en cuanto a los factores determinantes se relacionan principalmente con las características del país (cuya incidencia es mayor en el caso de los bancos de baja reputación) y con la rentabilidad.

Una vez corregido el sesgo de selección en la estimación del margen (véase el cuadro III.7), se observa que el riesgo de no selección tampoco es significativo. Al igual que en el caso de las comisiones de colocación, la reputación no parece incidir en los márgenes, más allá de la incidencia que puede atribuirse a las características observables. Estos resultados contrastan con los presentados en la literatura sobre los bonos corporativos de las economías desarrolladas (Hua Fang, 2005), en que a las comisiones de los principales bancos les corresponde una prima, que puede ser considerada como una renta económica derivada de la reputación del banco.

Cuadro III.7
Determinantes del margen primario de bonos (bancos *top* frente a otros bancos)^a

VARIABLES	Top 3	No top 3
Deuda pública externa sobre PNB	+	+
Vencimiento promedio de nueva deuda externa	-	-
Calificación residual de Standard & Poor's	-	-
Índice de volatilidad VIX	+	-
Producción industrial de los Estados Unidos (crecimiento mensual)	-	-
Años al vencimiento (log)	-	-
Ganancias del valor de transacción (log)	-	-
Variable ficticia de emisiones no realizadas en los últimos 3 años	-	+
Rentabilidad de la empresa	-	-
Volatilidad de las acciones de la empresa	+	-
Deuda total de la empresa sobre activos totales	+	+
Variable ficticia del grado de inversión residual	-	-
Lambda (<i>top</i> 8)		
Lambda (<i>top</i> 3)	-	+
Lambda superior 1		
Observaciones	92	94
R-cuadrado	0,614	0,663
R-cuadrado ajustado	0,384	0,469
Controles	Sí	Sí
Efectos fijos (país)	Sí	Sí

Fuente: Elaboración propia.

^a Mediante los recuadros sombreados se identifican variables estadísticamente significativas al 1% y al 5%. En cada recuadro se indica el signo del coeficiente de la variable: el signo más (+) señala que la variable tiene un impacto positivo en el margen primario corporativo, y el signo menos (-) señala que la variable tiene un impacto negativo en dicho margen. Las estimaciones se basan en regresiones corregidas por el método de Heckman (ecuación de adecuación entre emisor y suscriptor). La variable dependiente es el margen primario de los bonos soberanos (en puntos básicos). Los errores estándares robustos están agrupados a nivel de país. Entre las variables base de control se incluyen: la deuda pública externa sobre el producto nacional bruto (PNB), el vencimiento promedio de la nueva deuda externa, la calificación residual de Standard & Poor's, el índice VIX de volatilidad, la producción industrial de los Estados Unidos (crecimiento mensual), la participación de la estabilidad (Kollo), la variable ficticia de cambio, los años hasta el vencimiento (en escala logarítmica), el valor de acuerdo de los ingresos (en escala logarítmica), la variable ficticia de emisiones no realizadas en los últimos tres años, la variable ficticia de la Regla 144A, las variables ficticias de dólares, euros y yenes, la rentabilidad de la empresa, la volatilidad de las acciones de la firma, la frecuencia, la deuda total de la empresa sobre el total de activos, la variable ficticia del grado de inversión residual, y las variables ficticias de tiempo y efectos del país (si se especifican).

F. Las implicaciones de los determinantes del costo de capital en la política de gobernanza corporativa

Los datos presentados anteriormente muestran que el costo de emisión se reduce debido a un menor apalancamiento de la firma, que se expresa en una menor comisión de colocación (véase el cuadro III.3). Esta observación condice con el argumento según el cual el costo de financiamiento de las firmas puede disminuir, directa o indirectamente, como resultado de una GC efectiva (Soh, 2011). Las empresas que tienen mejores estándares administrativos y mecanismos de control más eficientes son más idóneas para asignar eficientemente sus recursos y reducir sus costos de financiación, tanto a través de fondos

de capital (*equity*) como por medio de deuda. Desde un ángulo financiero, mediante los mecanismos de GC también es posible disminuir el riesgo de incapacidad de pago a través del monitoreo del desempeño administrativo. En definitiva, las prácticas de GC pueden incidir en los rendimientos de los bonos y en las calificaciones crediticias mediante su impacto en el riesgo de incumplimiento de la empresa.

Los canales por medio de los cuales las prácticas de GC influyen en la calidad del financiamiento son diversos. Gracias a la GC es posible mitigar el riesgo de agencia (*agency risk*), en la medida en que la GC permite incrementar el monitoreo de las acciones de las directivas, limitar o controlar su comportamiento, y mejorar la calidad de los flujos de información en las firmas. Más aún, el desarrollo de la GC también contribuye al mejoramiento de la divulgación de información sobre la empresa, así como a la evolución de la estructura de propiedad y del rol de los inversionistas institucionales. Estos últimos constituyen una señal positiva para el financiamiento, ya que las empresas que cuentan con una mayor proporción de propietarios institucionales y que ejercen un control externo más fuerte sobre su mesa directiva ofrecen rendimientos más altos y cuentan con mejores calificaciones crediticias en sus nuevas emisiones de bonos (Bhojraj y Sengupta, 2003)¹². Este último punto es particularmente relevante dado que, de acuerdo con los datos presentados en el cuadro III.3, la comisión de colocación se reduce a medida que mejora la calificación crediticia de la empresa.

En definitiva, la GC puede cumplir un rol clave en el riesgo de impago, que en los mercados de capitales debería traducirse en menores costos de capital, más allá de la percepción de un mayor riesgo macroeconómico. Si bien el riesgo soberano incide en el margen primario, en particular a través de la calificación soberana (véase el cuadro III.4), hay evidencia que sugiere que la política de techo soberano implementada por las agencias de calificación crediticia se ha ido reduciendo gradualmente. Algunos prestatarios del sector privado, en efecto, reciben calificaciones de crédito más altas que las otorgadas a los gobiernos de sus países. En el caso de países con una percepción de mayor riesgo de impago, se observa que los inversores no siempre consideran que el incumplimiento del gobierno determine que las firmas deban tener el mismo resultado (Durbin y Ng, 2005).

Un factor importante a considerar en relación con la GC en el mercado primario de bonos emergentes es el rol de las agencias de calificación crediticia en la definición del costo de emisión de los bonos corporativos. Estas agencias desempeñan un papel crítico en la estabilidad del sistema financiero, en la medida en que otorgan calificaciones a los instrumentos de deuda que indican la probabilidad de impago o de pago retrasado de las emisiones, y de este modo contribuyen a la corrección de las asimetrías de la información entre los emisores y los inversores (Covitz y Harrison, 2004). Sin embargo, las agencias de calificación crediticia se ven expuestas a un conflicto de interés entre su crecimiento financiero y su ética profesional, debido principalmente a que el proceso de calificación es pagado por los propios emisores. A pesar de que la agencia debería, en teoría, evaluar en forma objetiva la capacidad de pago de deuda de sus clientes, este no siempre es el caso, ya que el modelo actual de pago del servicio de calificación promueve la introducción de un sesgo en la calificación otorgada, relativo tanto a la empresa evaluada como a la agencia calificadora (Harrington, 2011).

G. Conclusiones

En este capítulo se estudiaron los determinantes del costo de capital en el mercado primario de bonos corporativos de economías emergentes, con base en el análisis de las interacciones de los principales actores de este mercado: los emisores, los inversores, las agencias de calificación y los bancos de inversión. En ese contexto, se examinó la valoración realizada por los bancos de inversión y por las

¹² Asimismo, el funcionamiento de las estructuras de gobernanza en las economías emergentes mejoraría como resultado de una mayor independencia de las mesas directivas de las empresas (véase Ararat y Dallas, 2011), dado que, a diferencia de lo que ocurre en los países desarrollados, en las mesas directivas de firmas de economías emergentes suele contarse con un grupo más concentrado de accionistas y acreedores.

agencias de calificación respecto de los mercados corporativos emergentes, sobre la base de aspectos estudiados ampliamente, en formar teórica y empírica, en los mercados desarrollados (Hua Fang, 2005; Livingston y Miller, 2000; Kollo y Sharpe, 2002; Burch, Nanda y Warther, 2005). Para ello se analizó una muestra de obligaciones corporativas internacionales de 669 empresas de 43 economías emergentes, correspondiente al período comprendido de 1991 a 2009. El análisis propuesto en este documento sirve de base para estudiar, en una futura investigación, las emisiones locales, cada vez más importantes en la región.

En este trabajo se muestra que los determinantes del costo de capital de las empresas emergentes (medido con base en las comisiones de colocación y en el margen primario) difieren considerablemente. Mientras que las variables macroeconómicas tienden a influir sobre todo en la determinación del margen, un mayor número de variables de la empresa inciden en la determinación de la comisión, lo que sugiere que los bancos de inversión prestan más atención a las características de los emisores que los inversores institucionales. En particular, la comisión de colocación es una función decreciente de la reputación de los bancos de inversión (esto es, los principales bancos de inversión del mercado primario de bonos corporativos emergentes) y de la percepción de las agencias de calificación. Al analizar los resultados se observa que la percepción de las agencias de calificación en relación con el riesgo país (*ceteris paribus*) influye principalmente en la determinación de los márgenes de los bonos primarios (a diferencia de lo que se comprueba en el caso de las comisiones de colocación), mientras que la incidencia de la calificación de la empresa es menor.

La interacción de colocadores y emisores depende de una combinación de características de los emisores y de las emisiones. Al corregir el sesgo de selección relativo a la interacción de colocadores y emisores (con base en el enfoque de Heckman), no se observó un impacto adicional de la reputación en las comisiones ni en los márgenes. Este resultado contrasta con las perspectivas teóricas planteadas en la literatura y con los resultados empíricos correspondientes al mercado de renta fija privada de los países desarrollados, en que la reputación del banco informa sobre la calidad de la emisión. Por otro lado, se notó que la percepción del riesgo de crédito de las agencias de calificación crediticia afecta las comisiones de colocación de las emisiones colocadas tanto por los bancos de alta reputación como por los de menor reputación.

En la parte final de este capítulo se exploró la GC, que constituye un aspecto fundamental de los costos de capital. La GC influye en el costo de financiación de las empresas, entre otros mecanismos, a través de las mejoras del flujo de información, la reducción del riesgo de incumplimiento de la empresa o el fortalecimiento de la protección de los socios y los acreedores minoritarios. Estos aspectos inciden en la solvencia de la empresa, que a su vez impacta en la comisión de colocación en el mercado primario.

Así, al estudiar los mecanismos de formación de precios en el mercado primario, en este estudio se han puesto de relieve algunas pistas sobre las estrategias que las empresas pueden seguir con el fin de reducir los costos de capital. En este sentido, la buena gestión interna de las firmas, implementada en parte gracias a una estructura de GC eficiente, influye en la determinación del costo de emisión en los mercados de deuda internacional.

Bibliografía

- Ades, A. y otros (2000), "Introducing Gs-Ess: a new framework for assessing fair value in emerging markets hard-currency debt", *Global Economic Paper*, N° 45, Nueva York, Goldman Sachs.
- Altinkihc, O. y R. Hansen (2000), "Are there economies of scale in underwriting fees? evidence of rising external financing costs", *The Review of Financial Studies*, vol. 13, N° 1.
- Ararat, M. y G. Dallas (2011), "Corporate governance in emerging markets: why it matters to investors and what they can do about it", *Private Sector Opinion*, Corporación Financiera Internacional.
- Avendaño, R. y S. Nieto-Parra (2014), "The costs of going public in the emerging corporate bond market: the role of bank reputation and rating agencies", inédito.
- Beatty, R. y I. Welch (1996), "Issue expenses and legal liability in initial public offerings", *Journal of Law and Economics*, vol. 39.
- Becker, T., A. Richards e Y. Thaicharoen (2003), "Bond restructuring and moral hazard: are collective action clauses costly?", *Journal of International Economics*, vol. 61.
- Bhojraj, S. y P. Sengupta (2003), "Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors", *The Journal of Business*, vol. 76, N° 3, julio.
- Blinder, A. (1973), "Wage discrimination: reduced form and structural estimates", *Journal of Human Resources*, vol. 8.
- Bloomberg Markets (2006), "The Bloomberg 20 The World's Best-Paid Investment Banks", abril.
- Blustein, P. (2003), "Argentina didn't fall on its own", *Washington Post*, 3 de agosto.
- Booth, J. y R. Smith (1986), "Capital raising, underwriting, and the certification hypothesis", *Journal of Financial Economics*, vol. 15.
- Borensztein, E., K. Cowan y P. Valenzuela (2007), "Sovereign ceilings: the impact of sovereign ratings on corporate ratings in emerging market economies", *IMF Working Paper*, N° 07-75, abril.
- Borensztein, E. y otros (2009), "Bond markets in Latin America: on the verge of a big bang?", *Journal of Economic Literature*, vol. 47, N° 4, diciembre.
- Burch T., V. Nanda y V. Warther (2005), "Does it pay to be loyal? An empirical analysis of underwriting relationships and fees", *Journal of Financial Economics*, vol. 77.
- Calomiris, C.W. (2003), "Lessons from Argentina and Brazil", *Cato Journal*, vol. 23, N° 1.
- Calvo, G.A. (1998), "Varieties of capital market crises", *The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy*, G. Calvo y M. King (eds.), Asociación Internacional de Economía/Macmillan.
- Cantor, R. y F. Packer (1996), "Determinants and impact of sovereign credit ratings", *Economic Policy Review*, vol. 2, N° 2, Nueva York, octubre.
- Carter, R. y S. Manaster (1990), "Initial public offering and underwriter reputation", *The Journal of Finance*, vol. 45, N° 4.

- Carter, R., F. Dark y A. Singh (1998), "Underwriter reputation, initial returns and the long-run performance of IPO stocks", *Journal of Finance*, vol. 53.
- Chemmanur, T. y P. Fulghieri (1994), "Investment bank reputation, information production, and financial intermediation", *Journal of Finance*, vol. 49.
- Chitu, F., V. Gatchev y P. Spindt (2005), "Wanna dance? how firms and underwriters choose each other", *Journal of Finance*, vol. 60, octubre.
- Corwin, S.A. y P. Schultz (2005), "The role of IPO underwriting syndicates: pricing, information production, and underwriter competition", *Journal of Finance*, vol. 60, N° 1.
- Cotton, J. (1988), "On the decomposition of wage differentials", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 70.
- Covitz, R.S. y P. Harrison (2004), "Do banks time bond issuance to trigger disclosure, due diligence, and investor scrutiny?", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 13.
- Dailami, M., P. Masson y J.J. Padou (2005), "Global monetary conditions versus country specific factors in the determination of emerging market debt spreads", *Policy Research Working Paper*, N° 3626, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Dale, R.S. y S.H. Thomas (1991), "The regulatory use of credit ratings in international financial markets", *Journal of International Securities Markets*, marzo.
- De Long, J. Bradford (1991), "Did J. P. Morgan's men add value?: an economist's perspective on financial capitalism", *Inside The Business Enterprise: Historical Perspectives on the Use of Information*, Peter Temin (ed.), Chicago, University of Chicago Press.
- Drage, J. y C. Hovaguimian (2004), *Collective Action Clauses (CACs): An Analysis of Provisions Included In Recent Sovereign Bond Issues*, División de Finanzas Internacionales, Banco de Inglaterra, noviembre.
- Durbin, E. y D. Ng (2005), "The sovereign ceiling and emerging market: corporate bond spreads", *Journal of International Money and Finance*, vol. 04, N° 24, junio.
- Eichengreen, B. y A. Mody (2004), "Do collective action clauses raise borrowing costs?", *Economic Journal, Royal Economic Society*, vol. 114, N° 495.
- _____ (2000), "What explains changing spreads on emerging- market debt?", *Capital Flows and The Emerging Economies: Theory, Evidence and Controversies*, S. Edwards (ed.), Chicago, University of Chicago Press.
- Eichengreen, B. y R. Portes (1990), "Dealing with debt: the 1930s and the 1980s", *NBER Working Papers*, N° 2867, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER).
- _____ (1989), "After the deluge: default, negotiation, and readjustment during the interwar years", *The International Debt Crisis In Historical Perspective*, Barry Eichengreen y Peter Lindert (eds.), Cambridge, Massachusetts, MIT Press.
- Fernandez-Arias, E. (1996), "The new wave of private capital inflows: push or pull", *Journal of Development Economics*, vol. 48.
- Ferri, G., L.G. Liu y J.E. Stiglitz (1999), "The procyclical role of rating agencies: evidence from the east asian crisis", *Economic Notes*, vol. 28, N° 3, Banca Monte dei Paschi di Siena.
- Flandreau, M. y otros (2013), "Global financial brands and the underwriting of foreign government debt since 1815", *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, Gerard Caprio (ed.), Elsevier.
- _____ (2009), "The end of gatekeeping: underwriters and the quality of sovereign bond markets, 1815-2007", *NBER Working Paper*, N° 15128.
- Fostel, A. y G.L. Kaminsky (2007), "Latin America's access to international capital markets: good behaviour or global liquidity?", *NBER Working Paper*, N° 13194.
- Gaillard N. (2009), "Fitch, Moody's and S&P's sovereign ratings and EMBI global spreads: lessons from 1993-2007", *International Research Journal of Finance and Economics*, vol. 26, abril.
- Gande A., M. Puri y A. Saunders (1999), "Bank entry, competition, and the market for corporate bond underwriting", *Journal of Financial Economics*, vol. 54.
- Garcia-Herrero, A. y A. Ortiz (2006), "The role of global risk aversion in explaining sovereign spreads", *Economía*, vol. 7, N° 1.
- Gelos, G., R. Sahay y G. Sandleris (2004), "Sovereign borrowing by developing countries: what determines market access?", *IMF Working Paper*, N° 04-221, noviembre.

- Gozzi, J.C., R. Levine y S.L. Schmukler (2008), "Patterns of international capital raisings", *Journal of International Economics*, vol. 80, N° 1.
- Grandes, M., D. Panigo y R. Pasquini (2009), "The cost of corporate bond financing in Latin America", *Center for Financial Stability Working Paper*, N° 20.
- Grigorian, D. (2003) "On the determinants of first-time sovereign bond issues", *IMF Working Paper*, N° 03/184, septiembre.
- Gugiatti, M. y A. Richards (2003), "Do collective action clauses influence bond yields? new evidence from emerging markets", *Research Discussion Paper*, Reserve Bank of Australia, marzo.
- Harrington, W. (2011), *Comment on SEC Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, Comisión de Bolsa y Valores (SEC) [en línea] <http://www.sec.gov/comments/s7-18-11/s71811-33.pdf>.
- Hayes, S. (1971), "Investment banking: power structure in flux", *Harvard Business Review*, marzo-abril.
- Heckman, J.J. (1979), "Sample selection bias as a specification error", *Econometrica*.
- Heinrichs, M. e I. Stanoeva (2013), "Country risk and sovereign risk: building clearer borders", *S&P Capital IQ Articles*, febrero.
- Higgins, W.W. y B.J. Moore (1980), "Market structure versus information costs as determinants of underwriters' spreads on municipal bonds", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 15, N° 1, marzo.
- Hua Fang, L. (2005), "Investment bank reputation and the price and quality of underwriting services", *Journal of Finance*, vol. 60, N° 6, diciembre.
- Ivanov, I. (2011), "Emerging markets corporate debt: opportunities in a large and maturing asset class", *Prudential Fixed Income*.
- James, C. (1992), "Relationship-specific assets and the pricing of underwriter services", *Journal of Finance*, vol. 47.
- Kollo, M.G. e I. Sharpe (2006), "Relationships and underwriter spreads in the eurobond, floating rate note market", *Journal of Financial Research*, vol. 29, N° 2.
- Lee, I. y otros (1996), "The costs of raising capital", *Journal of Financial Research*, vol. 19.
- Livingston, M. y R.E. Miller (2000), "Investment bank reputation and the underwriting of nonconvertible debt", *Financial Management*.
- Livingston, M. y L. Zhou (2002), "The impact of rule 144a debt offerings upon bond yields and underwriter fees", *Financial Management*, vol. 31, N° 4.
- Maddala, G. (1983), "Limited dependent and qualitative variables in econometrics", *Econometric Society Monographs*, N° 3, Cambridge, Cambridge University Press.
- Manasse, P., N. Roubini y A. Schimmelpfennig (2003), "Predicting sovereign debt crises", *IMF Working Paper*, N° 221.
- McDonald, J.G. y A.K. Fisher (1972), "New-issue stock price behaviour", *Journal of Finance*, vol. 27.
- Meggison, W.L. y K. Weiss (1991), "Venture capitalist certification in initial public offerings", *Journal of Finance*, vol. 46, N° 3.
- Melnik, A. y D. Nissim (2006), "Issue costs in the Eurobond market: the effects of market integration", *Journal of Banking and Finance*, vol. 30.
- Nieto-Parra, S. (2014), "Investment banks' recommendations and underwriting fees in Latin American bond markets", *OECD Development Centre Working Paper*, inédito.
- _____ (2009), "Who Saw Sovereign Debt Crises Coming?", *Journal of the Latin American and Caribbean Economic Association*, vol. 10, N° 1, Brookings Institution Press.
- Nieto-Parra, S. y J. Santiso (2007), "The usual suspects: a primer on investment banks' recommendations and emerging markets", *Working Paper*, N° 258, París, Centro de Desarrollo de la OCDE.
- Oaxaca, R. (1973), "Male-female wage differentials in urban labour markets", *International Economic Review*, vol. 9.
- Ozeki, K. (2006), "Global bond market and Japan", *Japan Perspectives*, septiembre.
- Panizza, U. y Q. Zhen-Wei (2005), "Public-private wage differential and gender gap in Latin America: Spoiled bureaucrats and exploited women?", *The Journal of Socio-Economics*, vol. 34, N° 6, Elsevier, diciembre.
- Ritter, J.R. (1987), "The costs of going public", *Journal of Financial Economics*, vol. 19, N° 269.
- Rogowski, R.J. y E.H. Sorensen (1985), "Deregulation in investment banking: shelf registrations, structure and performance", *Financial Management*, vol. 14, N° 1.

- Santos, J. y K. Tsatsaronis (2006), "The cost of barriers to entry: evidence from the market for corporate Euro bond underwriting", *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliarios*, N° 24, noviembre.
- Simon, C. (1989), "The role of reputation in the market for initial public offerings", *UCLA Economics Working Papers*, N° 569.
- Soh, T.M. (2011), "Corporate governance and the cost of capital", *International Journal of Governance*, vol. 1.
- Sorensen, E. (1979), "The impact of underwriting method and bidder competition upon corporate bond interest cost", *Journal of Finance*, vol. 34, N° 4.
- Tinic, S. (1988), "Anatomy of initial public offerings of common stock", *Journal of Finance*, vol. 43.
- Torstila, S. (2001), "The distribution of fees within the IPO syndicate", *Financial Management*, vol. 30, N° 4.
- West, R.R. (1967), "Determinants of underwriters's spreads on tax exempt bond issues", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 2, N° 3, septiembre.
- Zervos, S. (2004), "The transactions costs of primary market issuance: the case of Brazil, Chile and Mexico", *Policy Research Working Paper Series*, Banco Mundial, octubre.

IV. La gobernanza corporativa y la emisión de deuda corporativa en Chile¹³

Álvaro Clarke

A. Introducción

El desarrollo de los mercados de deuda requiere un alto nivel de evolución en lo que respecta a la gobernanza corporativa (GC) de las sociedades, con el fin de asegurar a los inversionistas la recuperación de los fondos y la obtención del retorno esperado.

En Chile se ha conformado un amplio sistema institucional a fin de disponer de una adecuada estructura de supervisión basada en las entidades reguladoras. Además, la presencia de contrapartes válidas y calificadas tanto de emisores como de inversionistas, que velan por sus respectivos intereses, así como la gestión de información económica y financiera a cargo de agentes especializados, constituyen un acicate para que las empresas emisoras mejoren sus estándares de GC.

En este sistema se destacan las acciones realizadas para lograr el compromiso de los accionistas y su participación responsable en las principales decisiones de la sociedad mediante su actuación en las juntas de accionistas, así como la labor desarrollada para alcanzar el establecimiento de consejos de administración (CA) con derechos y responsabilidades regulatorias explícitos, creados con el propósito de promover una adecuada gestión empresarial. Asimismo, el sistema tiene por objeto lograr una representación organizada de los inversionistas ante las entidades emisoras de deuda, por medio del accionar de la junta de tenedores de bonos.

Por último, a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) le corresponde la responsabilidad de hacer cumplir la normativa y de fiscalizar la operación de los agentes especializados, como las

¹³ El autor agradece a Manuel Marfán, exconsejero del Banco Central de Chile e investigador senior de la Corporación de Estudios para Latinoamérica (CIEPLAN), por sus comentarios sobre el documento. También agradece a Héctor Lehuedé y a Sebastián Nieto-Parra, de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE); a Andrés Oneto, de CAF-banco de desarrollo de América Latina; a Germano Mendes de Paula, de la Universidad Federal de Uberlandia, y a Georgina Núñez, de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

calificadoras de riesgo, que evalúan y califican las emisiones de deuda, y las empresas auditoras, que certifican los estados financieros de las sociedades. Todas las funciones mencionadas se cumplen en un marco legal en que las responsabilidades de actuación recaen sobre los propios agentes intervinientes.

A fin de profundizar en el estudio del tema planteado, en este trabajo se analizaron las prácticas de GC de cuatro sociedades chilenas de los siguientes rubros: el sector manufacturero, el sector servicios, la industria financiera y el sector gubernamental. Como se verá más adelante, los resultados de este estudio señalan, en forma preliminar, que el sistema funciona relativamente de acuerdo con lo esperado. Sin embargo, en lo que respecta a lo metodológico cabe destacar que la aplicación del instrumento de evaluación ha sido extremadamente compleja, lo que necesariamente resta precisión a las conclusiones. Por ejemplo, en el indicador de GC se contemplan estructuras legales del gobierno de las empresas que son privativas de una jurisdicción, y se considera un conjunto de comités que forman parte de una situación particular. Sin embargo, la presencia de estos elementos no puede generalizarse, ya que el número y el tipo de comités dependen de la gestión del directorio, y, por lo tanto, su configuración variará en cada empresa y sector económico, y de acuerdo con los riesgos principales de la organización, entre otras variables. Además, lo relevante es que las funciones correspondientes sean llevadas a cabo, más allá de la presencia o la ausencia de determinados comités, y el cumplimiento de ciertas funciones constituye una variable difícil de observar. En síntesis, al considerar las conclusiones hay que tener en cuenta estas limitaciones.

B. Objetivos del estudio

El objetivo de este estudio consiste en expandir el análisis de la GC y de la emisión de instrumentos de deuda corporativa en Chile, a partir de la consideración del papel que las agencias de calificación de riesgo, los inversionistas institucionales (fondos de pensiones, bancos de desarrollo y compañías de seguros) y los bancos de inversión desempeñan en el mejoramiento de las prácticas de GC mediante el proceso de emisión de instrumentos de deuda.

Así, este estudio tiene por objeto cumplir los siguientes objetivos:

- analizar la importancia de las agencias calificadoras de riesgo, los inversionistas institucionales y los bancos de inversión de Chile, a partir de la consideración del impacto de sus acciones en los indicadores de desempeño de la GC y en la emisión de deuda;
- investigar por qué, cuándo, en qué forma y con qué intensidad los inversionistas institucionales, los bancos de inversión y las agencias calificadoras de riesgo de Chile contribuyen al mejoramiento de la GC y de la emisión de instrumentos de deuda;
- identificar qué elementos del sistema regulatorio y de supervisión deben fortalecerse;
- aplicar el cuestionario y analizar cuatro casos relevantes de empresas que emitan instrumentos de deuda en los siguientes sectores: manufacturero, de servicios, financiero y gubernamental, y
- establecer cuáles son los aspectos más vulnerables en la aplicación de la regulación sobre GC.

C. La estructura del mercado de capitales en Chile

En Chile, el mercado de capitales se desenvuelve en un marco legal y normativo relativamente estable, en que el regulador constantemente tiene por objeto incrementar la eficiencia de las transacciones y asegurar una adecuada formación de precios, así como lograr mayores niveles de información y de transparencia en el mercado para promover la adecuada toma de decisiones de los inversionistas.

Los principales actores de este mercado de deuda son los emisores de deuda, los bancos de inversión, los inversionistas institucionales, las calificadoras de riesgo y las agencias reguladoras.

En cuanto a los emisores de deuda, son empresas que adoptan principalmente el régimen jurídico de las sociedades anónimas, cuya estructura de propiedad es análoga a la observada en Europa continental. Dicha estructura se caracteriza por una concentración accionaria relativamente alta y una gran presencia de grupos o conglomerados económicos. De hecho, en la regulación se reconoce la existencia de estos grupos económicos, se los define y se emite una lista de ellos¹⁴.

A este respecto, en el cuadro IV.1 se muestran los porcentajes relativos a los derechos sociales del accionista controlador de empresas no financieras registradas en la SVS. Según los datos presentados, en la última década cerca del 70% de esas firmas han contado con un controlador con derecho a aproximadamente el 60% de los flujos de caja.

Cuadro IV.1
Chile: estructura de propiedad de empresas no financieras registradas en
la Superintendencia de Valores y Seguros, 1995-2009
(En porcentajes)

Años	Derechos del accionista controlador	
	Derechos sociales	Flujos de caja
1995	65	57
2000	70	61
2005	70	61
2009	68	59

Fuente: M. Donelli, B. Larrain y F. Urzúa, "Ownership dynamics with large shareholders: an empirical Analysis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA)*, vol. 48, N° 2, 2013.

En cuanto a los bancos de inversión, estos juegan un papel importante de intermediación, ya que se constituyen, en principio, como agentes colocadores, y estructuran un mercado primario de deuda en que, a través de su reputación, su nivel profesional y su patrimonio, establecen una relación de confianza con los inversionistas. Además, en esta primera etapa de colocación de títulos, usualmente asumen el rol de representantes de los tenedores de deuda (bonos) para velar por los intereses de los inversionistas frente a los emisores.

La interacción entre las empresas emisoras y el mercado de capitales se realiza en un marco legal y regulatorio relativamente coherente y complementario, caracterizado por bajos niveles de conflictos relativos a la competencia jurídica. Entre las leyes más relevantes destacan la Ley de Mercado de Valores, la Ley sobre Sociedades Anónimas, el Decreto Ley núm. 3500 sobre los fondos de pensiones, la Ley General de Bancos, la ley sobre el contrato de seguros, la Ley Única de Fondos y otras disposiciones legales. Las cuatro entidades reguladoras principales que fiscalizan distintos aspectos de los mercados financieros de Chile son las siguientes:

- i) La ya mencionada SVS, que protege la fe pública del mercado de valores. Entre otras tareas, tiene la responsabilidad de supervisar a las sociedades anónimas abiertas y a los emisores de oferta pública de instrumentos de inversión, capital o deuda. Además, fiscaliza la solvencia de las compañías aseguradoras y regula el funcionamiento de las agencias calificadoras de riesgo y de las firmas de auditoría.

¹⁴ Se hace referencia a la Circular núm. 1664, en que se establecen límites de concentración máximos de los fondos institucionales. De esta forma, se fijan límites a la asignación de recursos de dichos portafolios, que se aplican al conjunto de los emisores que integran un grupo empresarial.

- ii) La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile (SBIF), que está encargada del monitoreo y de la fiscalización de la solvencia del sistema bancario.
- iii) La Superintendencia de Pensiones (SP), que fiscaliza el área de inversiones de las administradoras de fondos de pensiones (AFP), y controla los instrumentos elegibles, las políticas y los límites de inversión, la elección de los directores y la formulación de la normativa, entre otros aspectos.
- iv) La participación del Banco Central de Chile en materia regulatoria también es activa, al determinar, mediante su Consejo, parte de los límites estructurales del sistema de pensiones. Dichos límites se refieren al porcentaje máximo de inversión en instrumentos estatales, a la inversión extranjera global (ya sea en diferentes tipos de fondos o en instrumentos de mayor riesgo relativo), y a las necesidades de cobertura cambiaria. También incide en varios aspectos relevantes relativos al perímetro de regulación de los bancos.

En materia de GC, cabe destacar varios aspectos referentes a la estructura de mercado. En primer lugar, Chile es un país legalista y, en consecuencia, la regulación está relativamente extendida y la autorregulación es limitada. Esto permite explicar por qué, a diferencia de la mayoría de los países de la región, en Chile no se ha instituido el concepto de código de mejores prácticas de GC como un requisito para que las empresas listadas informen al mercado sobre su estándar.

En segundo lugar, sobre la base de la conformación de propiedad de las compañías, el marco regulatorio se ha diseñado de forma tal que quienes financian las empresas puedan contar con instrumentos de control relativamente efectivos. De esta manera, las firmas listadas deben constituir por ley un comité de directores formado por una mayoría de miembros independientes. Dicho comité cumple las siguientes funciones, entre otras: revisar todas las transacciones realizadas con partes relacionadas e informarlas al CA; vincularse con auditores y con calificadores de riesgo y proponerlos al CA o a la junta de accionistas, y estudiar y presentar al CA los contratos de compensación de ejecutivos. El objetivo de la regulación es que los directores independientes tengan influencia decisiva en estas áreas y puedan actuar con autonomía de juicio respecto de la administración de la sociedad.

En tercer lugar, a fin de que las tomas de control sean eficientes desde un punto de vista económico y, además, equitativas, las transferencias de propiedad accionaria que resulten en un cambio de controlador deben hacerse a un precio de mercado, mediante una oferta pública de adquisición de acciones en que se aseguren términos similares para todos los accionistas.

Finalmente, el desarrollo del sistema privado de pensiones ha permitido la presencia de grandes inversionistas calificados, como los fondos de pensiones y las compañías de seguros, que manejan importantes cantidades de recursos y sobre los que, a su vez, se ejercen una fuerte influencia y un importante control social, lo que promueve el ejercicio una activa labor de control de la administración.

En el cuadro IV.2 puede apreciarse la importancia relativa de los principales inversionistas institucionales. En 2013, estos inversionistas gestionaron activos por cerca de 260.000 millones de dólares, que representan cerca del 91% del producto interno bruto (PIB). Se destacó la participación de los fondos de inversiones y de las compañías de seguros, que alcanzó un 57% y un 17% del PIB, respectivamente. La menor participación de los fondos de pensiones y de las compañías de seguros en los últimos cinco años se debe a un menor valor de las inversiones a consecuencia de la crisis de deuda global.

Por ello, normalmente, en los CA de las sociedades anónimas abiertas, además de elegirse una mayoría de directores mediante los votos del grupo controlador, la junta de accionistas nombra un número de directores independientes, que han sido respaldados por los inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones, entre otros. Así se crea un ambiente de control más efectivo en el seno

del CA y también en la junta de accionistas, instancia que incide en las decisiones relativas a las políticas de endeudamiento de la empresa, entre otras¹⁵.

Cuadro IV.2
Chile: activos administrados por los inversionistas institucionales, 2002-2013
(En miles de millones de dólares y en porcentajes del PIB)

Inversionistas	2002		2009		2013	
	Miles de millones de dólares	Porcentajes de PIB	Miles de millones de dólares	Porcentajes de PIB	Miles de millones de dólares	Porcentajes de PIB
Fondos mutuos	5	7	18	10	39	14
Fondos de inversión	1	1	3	2	9	3
Compañías de seguros	13	19	36	20	49	17
Fondos de pensiones	36	54	118	65	163	57
Total	55	81	175	97	260	91
PIB	67,2		180,6		285^a	

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos consultados en Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) de Chile [en línea] http://www.svs.cl/sitio/estadisticas/seg_mercado.php y <http://www.svs.cl/sitio/estadisticas/valores.php>; M. Mendoza y G. Reinoso, “Lecciones del desarrollo del mercado de capitales en Chile”, *Moneda*, Banco Central de Reserva del Perú, N° 146, 2010 [en línea] <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Moneda/Moneda-146/Moneda-146-04.pdf>; y Fondo Monetario Internacional (FMI).

^a Valor proyectado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), correspondiente al año 2013.

Lo anterior se corrobora en el informe sobre GC preparado por la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE, 2011), en que se recalca el rol de los inversionistas institucionales chilenos, particularmente de las AFP, en el mejoramiento de la GC de las firmas en que invierten. Sin embargo, en el trabajo citado se señala que, debido a la poca profundidad del mercado chileno, en este país se han elevado los límites para que los fondos de pensiones inviertan en el extranjero, donde el límite ha aumentado gradualmente desde un rango del 6% al 12% en 1999 hasta un máximo global del 80%. Cabe mencionar también que, debido al proceso de reformas, ha sido posible ampliar en mayor medida las opciones de ahorro de los trabajadores, ya que cada AFP dispone de cinco fondos de riesgo diferenciados, en que distintas proporciones se destinan a los instrumentos de renta fija y variable (como el fondo accionario), que oscilan desde un 5% en el caso del fondo de riesgo más bajo hasta un 80% en el caso del más riesgoso. Esto ha tenido implicaciones en la gestión empresarial, ya que concentraciones más altas de las inversiones de capital se traducen en un mayor poder de voto. Sin embargo, las AFP tienen un límite máximo establecido del 7% del capital de cualquier emisor individual. Gracias a tales límites se reduce significativamente el impacto potencial de los fondos de pensiones individuales en la GC, y se elimina la posibilidad de que se conviertan en accionistas de control. No obstante, el impacto colectivo de las acciones de las AFP es de gran alcance, ya que en la ley se dispone expresamente que pueden coordinar sus votos y utilizar el voto acumulativo para alcanzar el 12,5% de los votos necesarios para asegurar la elección de un director en un CA de siete miembros.

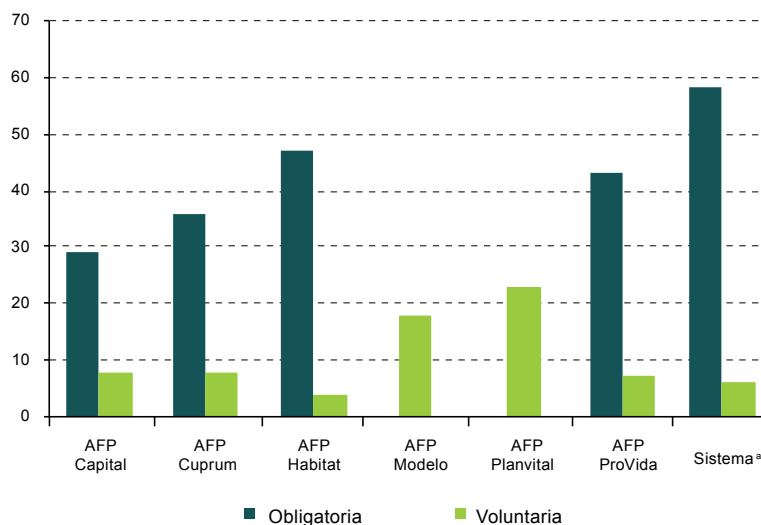
En el gráfico IV.1 se muestra la participación de cada AFP en las juntas de diferentes sociedades. En el marco regulatorio¹⁶ se establecen restricciones a dichas instituciones. Entre ellas, se dispone que en el proceso de elección del CA las AFP no pueden votar por candidatos respaldados por el accionista controlador¹⁷. Asimismo, se les permite coordinar sus acciones para lograr bloques accionarios que les permitan elegir directores o resolver materias propias de las juntas.

¹⁵ Esta cuestión se describe en detalle en el anexo de este capítulo.

¹⁶ Dicho marco regulatorio se describe en detalle en el anexo de este capítulo.

¹⁷ En la ley se reconocen la figura del controlador y los mecanismos de control.

Gráfico IV.1
Chile: participación de administradoras de fondos de pensiones en juntas, 2013
(En número de sociedades)



Fuente: Superintendencia de Pensiones (SP) de Chile.

^a El número de sociedades señalado en el caso de la variable sistema no coincide con la suma de los valores correspondientes a cada administradora de fondos de pensiones (AFP) y a la Sociedad Administradora de Fondos de Cesantía de Chile (AFC Chile), por cuanto hay coincidencia en la asistencia a juntas, obligatorias y voluntarias, de diversos emisores.

En el mercado de deuda, en lo que se refiere tanto a los bonos corporativos como a los efectos de comercio, se ha experimentado un crecimiento en los últimos años, como puede observarse en el cuadro IV.3, en que se muestra el acervo de instrumentos financieros.

Cuadro IV.3
Chile: acervo de instrumentos financieros, 2005-2012^a
(En millones de dólares)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Acciones de pago	124 794	175 211	202 833	161 732	209 154	313 384	290 470	308 208
Bonos corporativos	12 634	15 181	17 724	22 219	24 937	28 396	33 518	34 343
Bonos securitizados	1 937	2 125	2 365	2 281	2 018	2 057	1 935	1 669
Efectos de comercio	621	679	700	960	899	602	553	428
Mutuos hipotecarios	2 056	2 447	3 007	3 644	3 387	3 118	3 100	3 361
Total	142 042	195 643	226 628	190 836	240 396	347 557	329 576	348 009
Porcentajes del PIB	110	134	132	138	133	147	142	128
PIB	129 156	146 191	172 314	139 108	180 618	235 831	231 573	271 954

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) de Chile.

^a El valor de los títulos ha sido estimado con base en el valor del dólar observado promedio anual.

En 2012, el componente accionario fue del 88,6%, seguido de un 9,9% de bonos corporativos. A las acciones, por un lado, y a los bonos y los efectos de comercio, por el otro, correspondieron un 113% del PIB y un 13% del PIB, respectivamente.

Respecto de las inversiones de las AFP en 2013, del análisis de los principales componentes se deriva que cerca del 21,5% se canalizó a través de instrumentos del Estado; un 10,2% se invirtió en bonos bancarios; un 9,4%, en acciones, y un 7,7%, en bonos de empresas y en efectos de comercio, como se muestra en el cuadro IV.4. Si el componente accionario y el de bonos y efectos de comercio invertidos por las AFP se consideran respecto del PIB, se observa que representaron el 5,4% y el 4,4% del PIB, respectivamente.

Cuadro IV.4
Chile: cartera de inversión de los fondos de pensiones, diciembre de 2013
(En millones de dólares y en porcentajes)

Inversiones	Monto <i>(en millones de dólares)</i>	Fondo <i>(en porcentajes)</i>
Inversión nacional	93 774	57,7
Renta variable	18 702	11,5
Acciones	15 357	9,4
Fondos de inversión, fondos de inversión de capital extranjero y otros	3 345	2,1
Renta fija	75 072	46,1
Instrumentos del Estado	34 939	21,5
Bonos de empresas y efectos de comercio	12 610	7,7
Bonos bancarios	16 529	10,2
Letras hipotecarias	1 475	0,9
Depósitos a plazo	9 161	5,6
Fondos mutuos y de inversión	137	0,1
Otros	221	0,1
Inversión en el exterior	68 939	42,4
Total	162 713	100

Fuente: Superintendencia de Pensiones (SP) de Chile.

Respecto de las compañías de seguros (véase el cuadro IV.5), el 31,9% del total de las inversiones correspondió a bonos corporativos y solo un 2% se invirtió en acciones. Cabe destacar la nula participación de la inversión en efectos de comercio, que probablemente se deba al horizonte de inversión requerido por las normas de calce aplicables a estas empresas. Además, gran parte de las inversiones (un 66% del total) correspondieron a renta fija. Si lo anterior se evalúa con respecto al PIB, se observa que los bonos y las acciones representaron un 5,3% y un 0,3% del PIB, respectivamente.

Cuadro IV.5
Chile: cartera de inversiones de compañías de seguros de vida, diciembre de 2013
(En millones de dólares)

Inversiones	Monto <i>(en millones de dólares)</i>	Fondo <i>(en porcentajes)</i>
Inversión nacional	42 034	88,7
Renta fija	31 277	66,0
Instrumentos del Estado	2 091	4,4
Bonos bancarios	6 683	14,1
Depósitos bancarios y créditos sind.	1 399	3,0
Bonos corporativos (no sec.)	15 113	31,9
Efectos de comercio	0	0,0
Bonos securitizados	362	0,8
Letras y bonos hipotecarios	1 289	2,7
Mutuos hipotecarios bcos.	568	1,2
Mutuos hipotecarios adm.	3 772	8,0
Renta variable	3 001	6,3
Acciones de sociedades anónimas	969	2,0
Fondos mutuos	1 164	2,5
Fondos de inversión	869	1,8
Otras inversiones	7 756	16,4
Inversiones inmobiliarias	6 362	13,4
Préstamos	442	0,93
Otras inversiones	952	2,0
Inversión en el exterior	5 345	11,3
Total	47 379	100

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) de Chile.

De este modo, se observa que, desde la perspectiva de la GC, el control accionario que ejercen las AFP es único y relevante. Así, en la medida en que la participación de las AFP y de las compañías de seguros es compartida en lo que respecta a la emisión de bonos y de efectos de comercio, el control accionario constituye un elemento relevante para disciplinar a la administración en lo que refiere al cumplimiento de las obligaciones financieras.

D. La disciplina de la deuda en la gobernanza corporativa

En lo que respecta a la emisión de deuda y a su ejecución y cumplimiento correctos, estas funciones quedan en manos de los propios inversionistas, especialmente los institucionales, ya que ellos juegan un rol preponderante al fijar ex ante algunos parámetros relativos a la razonabilidad de las condiciones de la emisión (para promover el interés y la creación de poderes compradores), así como a la participación en la junta de tenedores de bonos. Lógicamente, son inversionistas calificados que cuentan con recursos para analizar debidamente la calidad de los instrumentos financieros ofrecidos. Esto se ve reforzado en la práctica por el papel de los bancos de inversión, los agentes responsables de colocar la emisión que, en un primer momento, actúan como representantes de los tenedores de bonos, por lo que procuran el logro de niveles adecuados de protección de la emisión, y el cumplimiento contractual de los emisores respecto de los inversionistas, a fin de que el mercado funcione (mediante la compra y la venta de títulos de deuda) en forma segura y confiable.

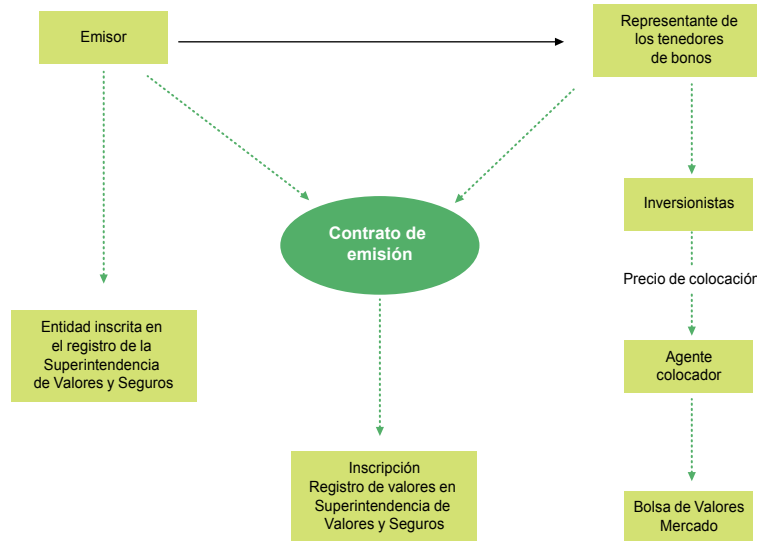
Por otra parte, la regulación aplicada por la SVS es relevante. En la normativa se establece como requisito una declaración de responsabilidad del gerente general y de los directores, quienes asumen que la información proporcionada es verídica y que ha sido emitida en forma responsable. Además, se obliga a los emisores a entregar reportes económicos y financieros en forma periódica mientras dure el cumplimiento contractual de la emisión, hasta la total extinción de la deuda, y se establece que esa información sea de carácter público. Asimismo, se destaca la obligación de los emisores de deuda de disponer de los servicios de dos calificadoras de riesgo para que evalúen periódicamente la calidad de los bonos o emitan una calificación en el caso de los efectos de comercio. Este requisito es relevante en la medida en que permite que los inversionistas estén permanentemente informados y den seguimiento a su inversión, a fin de saber si esta puede verse afectada.

La estructura del mercado de bonos se presenta en el diagrama IV.1. En este marco, además de la función que compete a los propios inversionistas, es clave la figura del representante de los tenedores de bonos, que debe proteger el interés de los bonistas y velar por el cumplimiento de los contratos de emisión. El objetivo de esta configuración es promover un adecuado sistema de supervisión de pagos, así como el resguardo financiero de los proveedores de recursos, en un marco en que los actores puedan coordinar sus intereses en instancias contempladas en la regulación¹⁸. Asimismo, el agente colocador representado por el banco de inversión participa activamente en el mercado de bonos, tiene incentivos para velar por la integridad de la operación y aporta experiencia financiera al sistema.

Con el fin de asegurar que el valor de la deuda no se deprecie y de alejar los riesgos de incumplimiento, en la emisión de deuda suelen detallarse obligaciones y resguardos (*covenants*), entre los que se incluyen, típicamente, los siguientes: i) el cumplimiento de parámetros de liquidez, solvencia y apalancamiento (relación entre deuda y capital); ii) el establecimiento de condiciones y disposiciones sobre la emisión de nueva deuda; iii) la definición de restricciones relativas a decisiones corporativas relevantes; iv) el establecimiento de prohibiciones referentes a la venta de activos, la compraventa de sociedades y las fusiones, y v) el requerimiento de mantener una determinada calificación de riesgo, entre otras pautas.

¹⁸ En el anexo de este capítulo se presentan las disposiciones legales relativas a estas materias y las atribuciones del representante de los tenedores de bonos.

Diagrama IV.1
Chile: estructura del mercado de bonos



Fuente: Elaboración propia.

El incumplimiento de estas condiciones contractuales conduce a la aplicación de sanciones y a la realización de negociaciones, en que los inversionistas institucionales cumplen una función de importancia, debido a su alta participación en la emisión y al hecho de que cuentan con personal altamente calificado.

El contrato de emisión es diseñado para resguardar los intereses de los distintos actores participantes, particularmente, el emisor y los bonistas, a fin de que el instrumento sea colocado en el mercado. Así, dicho contrato es sin duda un factor orientado a disciplinar el desempeño de la alta administración y a promover su actuación en el marco de un esquema financiero concreto y responsable, lo que se traduce en una mejora de la GC desde varias perspectivas.

En primer lugar, la administración debe ceñirse a un contrato de deuda en que se especifican parámetros puntuales que deben ser cumplidos. Estos se establecen de acuerdo con información preparada por la compañía con base en la aplicación de normas internacionales de información financiera, y son auditados por empresas especializadas que son supervisadas por la SVS, con conocimiento del CA, que debe contar con la aprobación de la junta de accionistas e informar periódicamente a esta.

En segundo lugar, las cláusulas de los contratos de bonos relativas a la calificación de riesgo se sustentan en calificaciones crediticias (*ratings*) que resultan de un proceso exógeno e independiente, y que son emitidas por empresas que también están dentro del perímetro regulatorio de la SVS. En el análisis de dichos procesos se incorporan variables relativas a las prácticas de GC, y esto constituye para el emisor una señal de que dichas prácticas tienen valor, y contribuye a la creación de un ambiente de incentivos adecuados.

En tercer lugar, las emisiones públicas de bonos son monitoreadas por el mercado inversionista, en que se analiza la información relativa a las compañías; se establecen recomendaciones de compra, mantenimiento o venta; se realiza un seguimiento de mercado, y se incide en el precio de los bonos en el mercado secundario.

En cuarto lugar, en la historia de las emisiones de deuda en el mercado se ha acumulado un acervo importante de conocimientos y de relaciones, que se han complejizado y profundizado con el tiempo. La realización de las emisiones ha evolucionado, y actualmente se dispone de equipos de gestión cada vez más preparados y de mayor calidad profesional. En consecuencia, ha mejorado la gestión de

las empresas y de los inversionistas. Esto se ha verificado especialmente en aquellas firmas que han realizado emisiones en mercados desarrollados o que han levantado deuda en la banca internacional.

En quinto lugar, en estrecha relación con lo anterior, cabe mencionar la colocación de deuda en jurisdicciones internacionales, que ha redundado en la obligación de cumplir con normativas de alto estándar, particularmente en los Estados Unidos, así como en la necesidad de las empresas de reorganizarse y de adoptar políticas acordes a esos requerimientos.

Finalmente, la composición y la organización del CA se han convertido en variables fundamentales para atraer recursos en las empresas. Dos actores principales analizan dichas variables e informan sobre su desempeño: las calificadoras de riesgo y la banca de inversión. Las primeras se dedican al análisis del riesgo del instrumento y del emisor. La segunda, en cuanto responsable del proceso de colocación, suele sugerir la selección de CA confiables para el mercado.

Al respecto, cabe mencionar la Norma de Carácter General núm. 30 dictada por la SVS en 1989, por la que se obliga a los emisores a elaborar periódicamente reportes informativos sobre las empresas y las sociedades que emitan deuda pública, a fin de posibilitar el control de las emisiones realizadas mediante la generación de información pública relevante para el mercado¹⁹. De esta manera, los inversionistas, los corredores de bolsa, los analistas de mercado y otros agentes locales o globales realizan análisis permanentes de las empresas y hacen recomendaciones de precios.

E. Las calificadoras de riesgo

Con objeto de informar al mercado adecuadamente, en el marco regulatorio se ha asignado un rol cuasi público a las calificadoras de riesgo, ya que en la ley se exige que toda emisión de deuda sea evaluada públicamente con carácter obligatorio. De esta forma, las empresas están obligadas a contratar, por cuenta propia, dos calificaciones en el caso de los bonos y una en el caso de los efectos de comercio. En cambio, cuando se trata de títulos representativos de capital como acciones, cuotas de fondos mutuos o cuotas de fondos de inversión, la decisión de disponer de calificaciones es de carácter voluntario.

Los compromisos asumidos por el emisor por medio de los respectivos contratos de deuda son evaluados por las calificadoras, que calculan los riesgos de incumplimiento que impactan en su valor. La escala de calificaciones crediticias está definida por ley, y los lineamientos generales de las metodologías de calificación crediticia se establecen en normas de carácter general. Asimismo, a fin de garantizar la independencia de las opiniones de las agencias calificadoras de riesgo deben cumplirse una serie de requisitos tendientes a que las decisiones relativas a las calificaciones crediticias estén libres de conflictos de interés.

Además, dichas calificaciones también inciden en las decisiones de los inversionistas institucionales, en la medida en que afectan la elegibilidad de los instrumentos de deuda. Por ejemplo, en la industria de los fondos de pensiones se establecen limitaciones respecto de en qué y cuánto invertir en función del nivel de riesgo de los valores. De hecho, la calificación crediticia mínima requerida para asignar recursos a un instrumento se conoce como grado de inversión. A su vez, la calificación crediticia se define como variable indirecta (*proxy*) de la calidad jurisdiccional en el marco de inversiones en el exterior, y, en consecuencia, solo algunas plazas financieras se consideran habilitadas para canalizar recursos desde las AFP²⁰. En consecuencia, se comprueba que el rol de la calificación crediticia es destacado.

¹⁹ En el anexo de este capítulo se exponen las principales características de esta norma.

²⁰ Como resultado de la última crisis financiera bajó ostensiblemente la calificación crediticia de Irlanda, que era una plaza tradicional para alojar fondos de inversión, y esto provocó que los instrumentos que se transaban o colocaban en esa jurisdicción no fueran elegibles.

Actualmente, en Chile hay cuatro calificadoras de riesgo: i) ICR Compañía Clasificadora de Riesgo Limitada; ii) Clasificadora de Riesgo Humphreys Limitada; iii) Feller-Rate Clasificadora de Riesgo Limitada, y iv) Fitch Chile Clasificadora de Riesgo Limitada.

El nivel de competencia en la industria de la calificación crediticia, o los límites para captar uno o más clientes, están determinados por el hecho de que el regulador fija un tope a los ingresos que pueden destinarse a los servicios de calificación de valores de oferta pública, ya sea obligatoria o voluntaria. Dichos ingresos no pueden exceder el 15% de los ingresos totales percibidos en un año, proveniente de un mismo emisor o grupo empresarial.

1. Las metodologías de calificación de riesgo y la gobernanza corporativa

Varios aspectos relativos al ámbito de la GC se consideran en las metodologías de calificación, entre los que cabe mencionar los siguientes: i) las características de la administración; ii) el grado de profesionalización y de rotación de los ejecutivos; iii) la estructura y los sistemas de administración y de planificación; iv) los centros con poder de decisión dentro de la empresa; v) el grupo empresarial en que eventualmente estuviere inserto el emisor; vi) la importancia estratégica de la empresa en el grupo; vii) el soporte en el grupo empresarial; viii) los intereses de los principales dueños en relación con el comportamiento de la empresa; ix) el grado de concentración accionaria; x) los antecedentes financieros del propietario; xi) el grado de control y la existencia de acuerdos de actuación conjunta entre accionistas; xii) las operaciones con personas relacionadas, y xiii) la transparencia de la información, entre otros.

En consecuencia, en los procesos de calificación crediticia deben incluirse la obtención y el análisis de información que permita analizar los aspectos mencionados anteriormente, a fin de que sea posible estimar en alguna medida las prácticas de GC y ponderarlas en el proceso de calificación. No obstante, no hay estudios en que se examine el impacto de estas consideraciones en las calificaciones crediticias o en las prácticas de GC.

F. Los indicadores de gobernanza corporativa

En el contexto del funcionamiento global del mercado de valores aún no existen indicadores de desempeño de GC bien desarrollados o reconocidos por los inversionistas, ni tampoco se dispone de una clasificación de las prácticas de GC. En cambio, como se verá más adelante, el regulador ha optado por que sean las propias empresas y sociedades las que declaren y den a conocer sus prácticas de GC. Así, se delega en los propios inversores y en el mercado la responsabilidad de ponderar adecuadamente los riesgos involucrados. Lo anterior se establece en la Norma de Carácter General núm. 341 emitida por la SVS en 2013 (véase el anexo de este capítulo).

1. Revisión, investigación y resultados

En la primera parte de la investigación se revisó el cuestionario formulado con relación a la GC, el riesgo, las finanzas, las inversiones y la auditoría; se analizó su compatibilidad con la legislación y con la normativa chilena, y se complementó su formulación con base en las prácticas de GC mencionadas en el cuadro IV.6. Las observaciones resultantes de esta labor se enumeran a continuación:

- El CA presenta la recomendación de emitir deuda a la junta de accionistas, y esta última la rechaza o la autoriza. En caso de autorizar la emisión de deuda, la ejecución se delega en el CA.
- Toda emisión de oferta pública de valores es autorizada por el regulador, en este caso, la SVS.
- Los prospectos informativos sobre la emisión deben remitirse a la SVS, que verifica que estos correspondan a la emisión aprobada y que hayan sido formulados conforme a la normativa.

- En toda emisión de valores públicos debe declararse el fin de la emisión y el uso que se dará a los recursos que se recauden. Cuando la emisión supere el 40% de los activos de la sociedad antes de la emisión, se constituirán resguardos adicionales, como la designación de un administrador extraordinario y de un encargado de la custodia, con el propósito de realizar la emisión en forma pausada y bajo adecuada supervisión.
- Los niveles de supervisión, así como la cantidad de información que debe presentarse sobre la ejecución de la emisión de deuda, son mayores en el caso de los bonos en comparación con los efectos de comercio, debido principalmente a los mayores montos involucrados, a la mayor extensión de los plazos de pago, y a los distintos niveles de riesgo que los afectan. Por ello, para la emisión de bonos se requieren dos calificaciones de riesgo y para la emisión de efectos de comercio, solo una.
- El regulador considera que una nueva emisión de deuda repercute en el valor de los títulos ya emitidos, por lo que en la normativa se solicita que el emisor informe la situación financiera histórica y actual, y que realice nuevas proyecciones económicas y financieras, especialmente en lo que respecta a las variables relevantes. Además, se exige que se evalúen constantemente los riesgos relativos al emisor y las acciones realizadas para mitigarlos.
- En la ley se establece que las sociedades que hacen oferta pública de acciones y tienen un patrimonio superior a 50 millones de dólares constituyan un comité de directores, que deberá, entre otras funciones, monitorear las transacciones con las partes relacionadas y proponer las compensaciones correspondientes a los ejecutivos, las calificadoras de riesgo y las empresas auditoras. Ni en la ley ni en la normativa se contempla la conformación de comités de inversión, financiamiento y riesgo para brindar apoyo al CA. Asimismo, nada impide que se constituyan comités ad hoc para el cumplimiento de estas funciones, cuya creación se considera una atribución del directorio.
- Ni en la ley ni en la normativa se considera la conformación de un comité para el control de la emisión, ya sea un comité de auditoría o de directores.
- En el ámbito corporativo chileno, la conformación de CA compuestos por un número de directores superior a ocho no es frecuente. En la práctica dichos consejos suelen tener cinco miembros. En el caso de las sociedades que hacen oferta pública de acciones, la ley dispone un mínimo de siete directores si están obligadas a formar un comité de directores.
- En las empresas chilenas predomina la figura del consejero externo. En la ley y en la normativa sobre las sociedades anónimas abiertas se prohíbe expresamente la figura del consejero interno.
- La figura del consejero independiente es un requisito en aquellas sociedades que hacen oferta pública de acciones. Esta disposición se complementa con la atribución de elegir a los inversionistas institucionales que deben votar por los directores independientes.
- El cargo de presidente del CA raramente es detentado por un director independiente, básicamente por el hecho de que las sociedades y las empresas forman parte de grupos económicos o de grandes conglomerados. En los pocos casos en que esto se verifica, generalmente se trata de sociedades que se encuentran bajo fuerte presión técnica o política.
- En general, en las sociedades anónimas chilenas se detecta una fuerte inclinación por incorporar presidentes o consejeros con altos niveles de preparación, formación y experiencia en el área económica y financiera. Esta podría ser, en parte, la causa de la ausencia de planes de capacitación y de certificación en estas materias. Al respecto, es común encontrar entre los consejeros a profesionales con estudios de posgrado, como magísteres y doctores en temas relacionados, así como a profesionales con vasta experiencia en organismos reguladores.

- Es poco común la existencia de evaluaciones de desempeño de los consejeros, ya que, en general, el reclutamiento y la selección de los consejeros, incluidos los independientes, se basan en la búsqueda de personas con una destacada trayectoria profesional, tanto en empresas públicas o privadas como en organismos reguladores o de gobierno, que por sus responsabilidades y su desempeño ameritan ser incorporadas. En general, son los presidentes de los CA quienes realizan los procesos de búsqueda de ejecutivos y consejeros.
- Los conflictos de interés que puedan afectar a los consejeros en la emisión de deuda deben ser declarados, ya que en la mayoría de las empresas esta medida constituye una buena práctica de GC, que ha sido incorporada como norma en los códigos de conducta y de ética del personal, incluido el CA. Además, los inversionistas monitorean el proceso de emisión a través de los representantes de los tenedores de bonos, y a esta instancia de control se suman la acción de los bancos de inversión, la respetabilidad y la independencia de las calificadoras de riesgo, y la capacidad técnica de los inversionistas institucionales.
- En lo que respecta a la emisión de deuda, en la normativa se exige que las sociedades que desean apuntarse en el registro realicen una inscripción de emisión de deuda por medio del gerente general y de los consejeros que hayan sido designados por el CA para cumplir esa función. Todos ellos deben declarar que la información que se presenta es fidedigna, completa y suficiente para tener una visión clara de la situación económica y financiera de la sociedad, así como una perspectiva realista de los riesgos involucrados.
- En general, en las sociedades chilenas la tendencia es que el director de auditoría interna informe al CA. En las sociedades con participación extranjera mayoritaria, el auditor interno informa al CA y al comité de auditoría de la casa matriz.
- En las sociedades anónimas abiertas con alto patrimonio y alta concentración accionaria, el consejero independiente preside el comité de directores, al que le corresponden diversas funciones, como revisar los estados financieros (certificados por los auditores externos), realizar transacciones con partes relacionadas, proponer los auditores externos y las calificadoras, y establecer la compensación de los ejecutivos, entre otras.
- Los consejeros externos son elegidos por la junta de accionistas. En el caso de los consejeros independientes, estos normalmente cuentan con el apoyo de los inversionistas institucionales. El requisito para que el candidato de las AFP sea elegido es que pertenezca al registro de directores independientes de la SP.
- Si bien ni en la ley ni en la normativa se establece la obligación de que, en las sociedades, el director de auditoría interna informe al CA, esta es una práctica común. En el caso de sociedades que tienen un controlador extranjero, es común que el comité de auditoría dependa del CA e informe a un comité de auditoría de la casa matriz.
- En las sociedades chilenas, por ley, el comité de directores es la única instancia presidida por un consejero independiente.
- En general, en las sociedades anónimas el auditor externo es elegido por la junta de accionistas por propuesta del CA. En el caso de las sociedades que eligen un consejero externo independiente, este es propuesto por el comité de directores, que es presidido por el consejero externo independiente. Además, el comité de directores aprueba el plan de auditoría externa y, a veces, el plan de auditoría interna.
- En general, en la cultura empresarial chilena, una parte importante de la labor de los CA se orienta a tratar temas económicos y financieros, especialmente cuestiones como el control presupuestario, las inversiones, el financiamiento y el riesgo. Asimismo, últimamente se ha evidenciado una mayor preocupación por los temas relativos a la auditoría y el cumplimiento.

Cuadro IV.6
Chile: leyes y normativa relativas a la gobernanza corporativa y la deuda

Categorías	Estándares para bonos	Legislación
Papel del consejo de administración	1.1 ¿Autoriza la emisión de bonos, ya sea que el regulador requiera o no un prospecto de colocación?	El consejo de administración no tiene facultades para autorizar la emisión de bonos. Esa función corresponde a la junta de accionistas, que en sesión extraordinaria autoriza la emisión de bonos o debentures convertibles en acciones ⁸ . Por otra parte, la Superintendencia de Valores y Seguros exige que, antes de la difusión de la emisión, el prospecto sea remitido a ella, para verificar que se cumpla con la emisión aprobada y con la normativa vigente.
	1.2 ¿El prospecto del bono cumple con los requerimientos de oferta pública del regulador?	El prospecto del bono debe cumplir con los requerimientos de oferta pública del regulador, conforme a la Ley 18045 (Ley de Mercado de Valores) sobre la emisión de títulos de deuda a largo plazo, y al título XVII sobre emisión de títulos de deuda a corto plazo. Asimismo, la Superintendencia, mediante el dictado de la Norma de Carácter General núm. 30, establece que el prospecto de la emisión de bonos tiene carácter obligatorio, y que previamente deberá ser remitido a la Superintendencia para verificar que la difusión cumpla con la emisión aprobada y con la normativa vigente.
	1.3 ¿Se conocen los usos de los recursos en la estrategia empresarial por proyecto o en la reestructuración de deuda?	Según se establece en la Ley 18045 sobre emisión de títulos de deuda a largo plazo, al inscribirse una emisión el emisor debe indicar la finalidad y el uso de los recursos que obtenga. Si la finalidad es financiar nuevos proyectos de un monto superior al 40% del valor total de su activo individual antes de la emisión y que exijan la aplicación en etapas sucesivas de los recursos captados durante un período superior a un año, se nombrarán un administrador extraordinario de dichos recursos y un encargado de la custodia de estos. En el caso de una emisión de efectos de comercio también debe declararse el uso de los recursos, pero se establece un nivel menor de supervisión. Asimismo, la Superintendencia de Valores y Seguros, mediante la Norma de Carácter General núm. 30, establece la información que debe remitir el emisor y explicita la política de inversiones y de financiamiento a que deben sujetarse los administradores del emisor de acuerdo con los estatutos y las instrucciones de sus mandantes.
	1.4 ¿Se conocen las implicaciones sobre las emisiones existentes y las acciones por niveles de apalancamiento?	En la Ley 18045 sobre emisión de títulos de deuda a largo plazo se señala que, al requerirse la inscripción de una emisión, el emisor indicará los límites de endeudamiento en que podrá incurrir. La SVS, mediante la Norma de Carácter General núm. 30, establece el proceso de inscripción de emisores y la información requerida a las entidades del registro de valores, y solicita un análisis razonado de la situación financiera, en que deberá incluirse una evaluación de la condición financiera y de los riesgos propios del negocio que la afecten. La condición financiera actual de la empresa deberá exponerse y mostrar variaciones en períodos iguales a los establecidos para la presentación de los estados financieros. En cuanto a los ratios o los indicadores, deberá mostrarse su definición o la fórmula utilizada. En un análisis adecuado de la condición financiera deberán considerarse, al menos, los siguientes aspectos: i) un resumen de los resultados obtenidos por la sociedad; ii) un resumen de los flujos de efectivo de la sociedad, y la identificación de las principales fuentes de financiamiento; iii) los montos e índices financieros que permitan establecer los niveles de liquidez y de solvencia; iv) los montos e índices financieros que permitan conocer la forma en que la administración utiliza los recursos de la compañía; v) los montos e índices financieros que permitan establecer la capacidad de la empresa para generar rentabilidad a partir de los recursos disponibles, y vi) la descripción de la evolución de las actividades y los negocios de la entidad. Deberán darse a conocer los principales riesgos de la actividad a que está expuesta la entidad, así como las medidas de mitigación.
	2.1 ¿Se delegan en el comité de financiamiento corporativo el diseño y el análisis de la emisión?	En ninguna ley o norma se contempla la figura del comité de financiamiento corporativo como parte del consejo de administración. No obstante, es común que en los consejos de administración se nombre un comité de directores que analice, evalúe, diseñe y proponga las características y los fines de la emisión.
	2.2 ¿Se delega en el comité de riesgos el análisis de los riesgos financieros de la emisión?	En ninguna ley o norma se contempla la figura del comité de riesgos. No obstante, es común que en los consejos de administración se nombre un comité de directores que analice, evalúe y manifieste los riesgos financieros involucrados en una emisión.

Cuadro IV.6 (continuación)

Categorías	Estándares para bonos	Legislación
	2.3 ¿Se delega en el comité de auditoría la definición de los reportes de control sobre la emisión?	En la ley solo se hace referencia al comité de directores en aquellas sociedades anónimas abiertas que tengan un patrimonio bursátil igual o superior a 1.500.000 unidades de fomento, y en que al menos un 12,5% de sus acciones con derecho a voto se encuentren en poder de accionistas que en forma individual controlen o posean menos del 10% de tales acciones. Principalmente, el comité de directores ^b cumple funciones de revisión y análisis de la auditoría externa y propone que las ejecuten. No obstante, el consejo de administración puede delegar en el comité de auditoría interna la definición de reportes de control sobre la emisión. En todo caso, la SVS, mediante la Norma de Carácter General núm. 30, establece que el emisor debe remitir periódicamente reportes de control sobre la emisión, preparados por él.
Estructura del consejo de administración	3.1 ¿Tiene el consejo de administración un tamaño de 8 a 15 consejeros?	En la Ley 18046 (Ley sobre Sociedades Anónimas) se indica que el número de directores deberá estar incorporado en los estatutos de la sociedad y que su número será invariable. Asimismo, se establece que el consejo de administración de las sociedades anónimas abiertas no podrá tener menos de cinco directores. Si la sociedad anónima abierta debiere designar al menos un director independiente ^c y constituir el comité de directores, el mínimo de directores será de siete ^d .
	3.2 ¿Tiene el consejo de administración un mínimo de consejeros externos del 50%?	En la ley se establece que el consejo de administración solo esté conformado por consejeros externos, a los que se denomina directores, los cuales son elegidos mediante votación en la junta de accionistas.
	3.3 ¿Más de la mitad de los consejeros externos son independientes?	En la ley solo se establece la elección de consejeros externos independientes. En el caso de ciertas sociedades anónimas abiertas ^e , en que por su patrimonio y concentración accionaria se aconseja designar al menos un consejero independiente ^c y constituir el comité de directores, que es dirigido por el director independiente, no se considerará independientes a quienes se encuentren en cualquiera de las circunstancias indicadas en el subíndice 14.
Papel del presidente del consejo de administración	4.1 ¿En la selección de algunos consejeros externos se prioriza su conocimiento en finanzas y particularmente en financiamiento corporativo?	En ninguna ley o norma se establecen los requisitos que deberían cumplir los directores en cuanto a su competencia profesional (conocimientos, habilidades y experiencia). No obstante, es común que los accionistas propongan en la junta de accionistas a profesionales con las mencionadas competencias.
	5.1 ¿Es el presidente del consejo de administración un consejero externo independiente?	En ninguna ley o cuerpo normativo se establece que el presidente del consejo de administración deba ser un consejero externo independiente. No obstante, por razones de carácter político o técnico esto puede ser posible.
Papel y selección de los consejeros ejecutivos o internos, y de los consejeros no ejecutivos o externos	6.1 ¿Más del 50% de los consejeros tienen conocimientos sólidos y actualizados de finanzas corporativas?	En ninguna ley o norma se establecen requisitos relativos a las competencias profesionales de los consejeros. No obstante, es común que los grupos de accionistas propongan ante la junta a profesionales con las mencionadas competencias.
	6.2 ¿Más del 50% de los consejeros externos tienen conocimientos sólidos y actualizados de finanzas corporativas?	Todos los consejeros son externos, y en ninguna ley o norma se establecen requisitos relativos a las competencias profesionales de los consejeros. No obstante, es común que los grupos de accionistas propongan ante la junta a profesionales con las mencionadas competencias.
	7.1 ¿Existe un programa de capacitación sistemático para los consejeros?	En ninguna ley o norma se regula o establece un programa de capacitación sistemático. Sin embargo, en la Norma de Carácter General núm. 341 de la Superintendencia de Valores y Seguros se consultó a los consejos de administración sobre los procesos de formación de los nuevos consejeros, y se obtuvieron respuestas diversas y positivas, aunque no formales. En la misma norma se señala que tal práctica es voluntaria.
	7.2 ¿Cuentan con certificaciones en los temas financieros en que participan mediante la toma de decisiones?	Es común que los consejeros (externos) tengan estudios de posgrado en temas financieros, aunque en ninguna ley o norma se establece que los consejeros deban contar con certificaciones en temas financieros para participar en las decisiones financieras que les competen.
	7.3 ¿Se revisa periódicamente el desempeño de cada consejero externo?	En ninguna ley o norma se establece la realización de una revisión periódica de los consejeros externos. No obstante, en la Norma de Carácter General núm. 341 de la Superintendencia de Valores y Seguros se consultó sobre los procesos de calificación de los consejeros, y el resultado arrojó que una minoría dispone de un mecanismo de evaluación. En dicha norma se señala que tal práctica es voluntaria.

Cuadro IV.6 (continuación)

Categorías	Estándares para bonos	Legislación
8.1	¿Los consejeros externos señalan cualquier conflicto de intereses identificado en el proceso de emisión de bonos?	<p>La instancia en que se decide la emisión de bonos es la junta de accionistas. El consejo de administración propone la emisión de bonos, la junta de accionistas la autoriza y el consejo de administración, por mandato de la junta de accionistas, la implementa y ejecuta. Además, en la Ley 18046 sobre sociedades anónimas se señala que no podrán ser consejeros los corredores de bolsa o los agentes de valores, ni tampoco sus directores, gerentes, ejecutivos principales y administradores. Esta restricción no se aplicará en las bolsas de valores.</p> <p>Los conflictos reconocidos en la ley que deberán ser sometidos a arbitraje son aquellos que se produzcan entre los tenedores de bonos o su representante y el emisor o el administrador extraordinario.</p> <p>Las personas señaladas no podrán estar relacionadas con el emisor. Si durante el desempeño de sus cargos se produjere alguna inhabilidad por esta razón, se abstendrán de seguir actuando, renunciarán al cargo y, además, deberán informar estas circunstancias como hecho esencial a la superintendencia que los fiscalice y al representante de los tenedores de bonos, si corresponde, y se citará a la brevedad a la junta de tenedores de bonos cuando la inhabilidad afecte a esta última o al administrador extraordinario. También deberán informar cuando la sociedad calificadora o alguno de sus socios principales sean considerados personas con interés en un emisor determinado, y en ese caso no podrán calificar los valores de este último. Tampoco se podrá encomendar la dirección de una calificación a personas con interés en el emisor de esos valores.</p> <p>En la ley se establece que el consejo de administración solo esté conformado por consejeros externos, a los que se denomina directores, quienes son elegidos mediante votación en la junta de accionistas.</p>
9.1	¿Hay tres o más consejeros externos por cada consejero interno?	
9.2	¿Es un comité de consejeros independientes el que elige a los consejeros externos?	<p>Los consejeros externos son elegidos por la junta de accionistas. En la ley solo se establece la elección de los consejeros externos independientes en ciertas sociedades anónimas abiertas⁶, que debieren designar al menos un director independiente⁶ y constituir el comité de directores, que es dirigido por el director independiente. El consejero independiente es elegido de la nómina de directores independientes que se presenta en la elección en la junta de accionistas.</p>
10.1	¿Firman los consejeros internos como responsables legales y penales de la información relevante en una emisión de bonos, y de sus implicaciones para la situación financiera de la empresa?	<p>En la ley se establece que el consejo de administración solo lo conforman consejeros externos, a los que se denomina directores, que son elegidos mediante votación en la junta de accionistas. La Superintendencia de Valores y Seguros, mediante la Norma de Carácter General núm. 30, establece una declaración jurada de veracidad respecto de toda la información proporcionada para fines de la inscripción, suscrita, en el caso de las sociedades anónimas, por el gerente general, o por quien cumpla sus funciones, y por la misma mayoría de los directores requerida en los estatutos sociales para la adopción de acuerdos del consejo de administración, que deberán encontrarse debidamente facultados por el consejo de administración o por la junta de accionistas. Además, deberá presentarse una declaración jurada especial en que conste que el emisor no se encuentra en cesación de pagos, firmada por las personas citadas anteriormente, según corresponda.</p>
11.1	¿Es el director de auditoría interna un miembro del consejo de administración?	<p>En ninguna ley o norma se establece que el director de auditoría interna sea un miembro del consejo de administración. En algunos casos puede ocurrir que se conforme un comité de directores encargado de la auditoría interna, aunque no es una práctica extendida.</p>
11.2	¿El director de auditoría interna informa al consejo de administración o al comité de auditoría?	<p>En ninguna ley o norma se establece que el director de auditoría interna informe al consejo de administración o al comité de auditoría. No obstante, al estar conformado el comité de auditoría por un grupo de consejeros externos, es común que el director de auditoría informe a este comité.</p>
Comité de auditoría	12.1 ¿El comité de auditoría es presidido por un consejero independiente?	<p>En la ley solo se establece la elección de consejeros externos independientes en ciertas sociedades anónimas abiertas, que debieren designar al menos un director independiente⁶ y constituir el comité de directores, que es dirigido por el director independiente. El consejero independiente preside el comité de directores, que estará integrado por tres miembros, la mayoría de ellos independientes. En caso de que hubiese más directores con derecho a integrar el comité, según corresponda, en la primera reunión del consejo de administración después de la junta de accionistas en que se realizó su elección, los mismos directores resolverán, por unanimidad, quiénes lo integrarán. Si hubiese solamente un director independiente, este nombrará a los demás integrantes del comité con base en la nómina de directores no independientes, que gozarán de plenos derechos como miembros de este. El presidente del consejo de administración no podrá integrar el comité ni sus subcomités, salvo que sea director independiente. Las facultades y deberes se señalan en el subíndice 12.</p>

Cuadro IV.6 (continuación)

Categorías	Estándares para bonos	Legislación
	12.2 ¿El auditor externo es contratado por el comité de auditoría e informa a dicho comité?	En las sociedades anónimas abiertas, el auditor externo es propuesto por el comité de directores al consejo de administración, y si el consejo de administración no estuviere de acuerdo, puede proponer otro auditor externo. En ambos casos las propuestas son sometidas a votación en la junta de accionistas. En cualquier caso, el auditor externo no es contratado por el comité de directores sino por la junta de accionistas, e informa al consejo de administración.
	12.3 ¿El comité de auditoría aprueba el programa de auditoría externa e interna?	En ninguna ley o norma se establece que el comité de auditoría apruebe el programa de auditoría externa o interna. En la ley se determina que el comité de directores, en ciertas sociedades anónimas abiertas, se ocupe principalmente de analizar y evaluar los estados financieros, y de recomendar la contratación de servicios de una empresa auditora externa. El programa de auditoría interna le corresponde al consejo de administración.
	12.4 ¿Se cuenta con un sistema efectivo de información sobre financiamiento corporativo?	En ninguna ley o norma se establece un sistema efectivo de información sobre financiamiento corporativo, aunque en algunas sociedades se cuenta con un comité de financiamiento corporativo.
	12.5 ¿El comité elabora reportes periódicos para el consejo de administración y para la dirección general sobre el cumplimiento de las políticas de control interno en el uso de los recursos financieros?	En ninguna ley o norma se establece que el comité de auditoría elabore informes periódicos, para el consejo de administración y para la dirección general, sobre el cumplimiento de las políticas de control interno en el uso de los recursos financieros. En algunas sociedades, las áreas de cumplimiento o de control interno se ocupan de estas materias.
Comité de inversiones en activos financieros	13.1 ¿El comité de inversiones es presidido por un consejero independiente?	En ninguna ley o norma se establece la creación de un comité de inversiones. No obstante, las sociedades pueden constituir un comité de este tipo cuyos miembros pertenezcan al consejo de administración, entre los que puede encontrarse el director independiente y presidirlo, aunque la práctica no está extendida.
	13.2 ¿El presidente del comité de inversiones tiene experiencia probada en estrategias de inversión?	En ninguna ley o norma complementaria se establece la creación de un comité de inversiones. En el caso de las sociedades en que se constituye dicho comité, es común que lo presida un profesional experto en estrategias de inversión.
	13.3 ¿El comité sesiona por lo menos una vez al mes?	En el caso de que dicho comité exista, la sociedad determinará la periodicidad de sus reuniones.
Comité de financiamiento corporativo	14.1 ¿El comité es presidido por un consejero independiente?	En ninguna ley o norma se establece la creación de un comité de financiamiento corporativo. En el caso de que dicho comité se constituya, no hay impedimentos para que lo presida un consejero independiente, aunque esta práctica no es común.
	14.2 ¿El presidente del comité tiene experiencia probada en financiamiento corporativo?	En el caso de que dicho comité exista, es común que lo presida un miembro del consejo de administración experto en financiamiento corporativo.
	14.3 ¿Es el comité el que dictamina sobre los requerimientos de financiamiento de la empresa y la forma de satisfacerlos?	En el caso de que dicho comité exista, es común que este determine los requerimientos de financiamiento y la forma de satisfacerlos, y es habitual que la gerencia tenga una incidencia importante en tales materias. Asimismo, la Superintendencia de Valores y Seguros, mediante la Norma de Carácter General núm. 30, establece que se informe sobre las políticas de inversión y financiamiento a que deben sujetarse los administradores del emisor de acuerdo con sus estatutos y las instrucciones de sus mandantes. En especial, deberán mencionarse aquellas restricciones relacionadas con los tipos de instrumentos, los montos, las reglas de diversificación por sectores económicos, los mercados, los niveles y las formas de endeudamiento, o cualquier otra política que deba cumplir el emisor. Si no hubiese políticas sobre estas materias, ello deberá señalarse expresamente.
	14.4 ¿Es el comité el que selecciona a los intermediarios financieros para la colocación de los bonos emitidos por la empresa?	La colocación de los bonos es materia de la junta de accionistas, que encarga al consejo de administración su implementación, incluido el mandato de operar o delegar la decisión sobre la selección de los intermediarios financieros.

Cuadro IV.6 (conclusión)

Categorías	Estándares para bonos	Legislación
Comité de riesgos		
15.1	¿El comité de riesgos es presidido por un consejero independiente?	En ninguna ley o norma se establece la creación de un comité de riesgos. En el caso de que dicho comité se constituya, no hay impedimento para que lo presida un consejero independiente.
15.2	¿El presidente del comité tiene experiencia y conocimiento probados en administración integral de riesgos?	En el caso de que dicho comité exista, es común que lo presida un miembro del consejo de administración experto en riesgo financiero corporativo, aunque la práctica no está extendida.
15.3	¿Es el comité de riesgos el que se encarga de dictaminar sobre los reportes de los riesgos financieros que enfrenta la empresa?	En el caso de que dicho comité exista, es común que este determine los requerimientos de financiamiento y la forma de satisfacerlos, aunque la práctica no está extendida. La gerencia suele tener un grado de incidencia importante en tales materias.
15.4	¿Es el comité de riesgos el que presenta los riesgos de emisión de los bonos emitidos por la empresa?	La colocación de los bonos es materia de la junta de accionistas. En general, el consejo de administración evalúa los riesgos de la emisión una vez decidida la emisión por la junta de accionistas, y el consejo de administración se encarga de su implementación, incluyendo la selección de los intermediarios financieros.

Fuente: Elaboración propia.

^a Además, faculta al consejo de administración para su implementación.

^b El comité tendrá las siguientes facultades y deberes: i) examinar los informes de los auditores externos, el balance y los demás estados financieros presentados por los administradores a los accionistas, y pronunciarse respecto de estos en forma previa a su presentación a los accionistas para su aprobación; ii) proponer al consejo de administración nombres de auditores externos y de calificadoras, que serán sugeridos a la junta de accionistas. En caso de desacuerdo, el consejo de administración formulará una propuesta a dicha junta; iii) examinar los antecedentes relativos a las operaciones a que se refiere el título XVI sobre las operaciones con partes relacionadas en las sociedades anónimas abiertas y sus filiales, y elaborar un informe sobre esas operaciones. Se enviará una copia al consejo de administración, que le dará lectura en la sesión para la aprobación o el rechazo de la operación respectiva; iv) examinar los sistemas de remuneraciones y los planes de compensación de los gerentes, los ejecutivos principales y los trabajadores de la sociedad; v) preparar un informe anual de su gestión, en que se incluyan sus principales recomendaciones a los accionistas; vi) informar al consejo de administración sobre la conveniencia de contratar o no a una empresa auditora externa para prestar servicios ajenos a la auditoría externa, cuando estos no sean prohibidos por suponer un riesgo de pérdida de independencia, y vii) las demás materias que se señalen en el estatuto social, o que le encomiende la junta de accionistas o el consejo de administración, según corresponda.

^c No serán considerados independientes aquellos que en los últimos 18 meses hayan estado en alguna de las siguientes circunstancias: i) quienes tengan cualquier vinculación, interés o dependencia económica, profesional, crediticia o comercial, de una naturaleza y un volumen relevantes, con la sociedad, con otras sociedades del grupo del que la sociedad forma parte, con su controlador o con los ejecutivos principales de cualquiera de esas entidades, o quienes hayan sido directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales o asesores de estas; ii) quienes tengan una relación de parentesco hasta el segundo grado de consanguinidad con las personas indicadas en el punto anterior; iii) exdirectores, gerentes, administradores o ejecutivos principales de organizaciones sin fines de lucro que hayan recibido aportes, contribuciones o donaciones relevantes de las personas mencionadas en el primer punto; iv) los socios o accionistas que hayan poseído o controlado, directa o indirectamente, el 10% o más del capital, así como directores, gerentes, administradores o ejecutivos principales de entidades que hayan prestado servicios jurídicos o de consultoría, por montos relevantes, o de auditoría externa, a las personas indicadas en el primer punto; v) los socios o accionistas que hayan poseído o controlado, directa o indirectamente, un 10% o más del capital, así como directores, gerentes, administradores o ejecutivos principales de los principales competidores, proveedores o clientes de la sociedad.

^d Las sociedades anónimas abiertas deberán designar al menos un director independiente y el comité de directores referido cuando el patrimonio bursátil de la sociedad sea igual o superior al equivalente a 1.500.000 unidades de fomento, y al menos un 12,5% de sus acciones emitidas con derecho a voto estén en poder de accionistas que individualmente controlen o posean menos del 10% de dichas acciones.

^e Mencionado en subíndices del punto 3.1 de la Ley 18046.

Posteriormente se seleccionaron y analizaron cuatro empresas: Clínica Las Condes, del sector servicios; la Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC), del sector industrial; la Corporación Nacional del Cobre (CODELCO), del sector gubernamental, y AFP ProVida, del sector financiero. A continuación se presenta un breve resumen sobre las empresas seleccionadas.

- Clínica Las Condes es una de las principales clínicas privadas de Chile. Fundada en 1978, cubre prácticamente la totalidad de las especialidades médicas. La clínica cuenta con 257 camas y con 14 pabellones, y en ella se realizan cerca de 22.000 hospitalizaciones y 486.000 consultas médicas por año. En 2012, los ingresos consolidados de la empresa fueron de 266 millones de dólares, la utilidad líquida ascendió a 35 millones de dólares, y el patrimonio contable alcanzó 315 millones de dólares.
- La Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC) fue fundada en 1920. Esta empresa, inicialmente dedicada a la elaboración de papel, extendió sus actividades a la fabricación de productos forestales, celulosa, papel, productos tisú y productos de papel, y hoy tiene presencia en Chile, la Argentina, el Perú, el Uruguay, México, el Brasil, el Ecuador y Colombia. En 2012, las ventas consolidadas de CMPC totalizaron 4.759 millones de dólares, y la utilidad acumulada de la empresa fue de 202 millones de dólares.
- La Corporación Nacional del Cobre (CODELCO) de Chile es la principal empresa estatal del país. Esta firma ocupa el primer puesto en la producción de cobre del mundo (cubre un 10% de la producción mundial), y el segundo puesto en la producción mundial de molibdeno. Tiene activos cercanos a 33.355 millones de dólares, y su patrimonio asciende a 12.408 millones de dólares. En 2013, CODELCO generó ventas por un valor cercano a 14.954 millones de dólares, y produjo excedentes, antes de impuestos y ley reservada, por un valor de 3.889 millones de dólares.
- La Administradora de Fondos de Pensiones ProVida (AFP ProVida) fue fundada en 1981. Esta empresa líder en el mercado previsional chileno cuenta con aproximadamente 3.300.000 afiliados (un 34,9% de participación de mercado) y con 1.800.000 cotizantes (un 33,0% de participación de mercado), y administra fondos de pensiones cuyo valor asciende a 45.500 millones de dólares (un 27,9% de participación de mercado). En 2012, sus ingresos fueron de 372 millones de dólares, y su utilidad ascendió a 217 millones de dólares.

Los antecedentes recopilados se presentan en el cuadro IV.7. El análisis se complementa con el examen de las prácticas de GC, que arroja los siguientes resultados:

- Se registra un fuerte apego legal y normativo en todas las sociedades.
- El comité de financiamiento se ha constituido solo en el caso de CODELCO, por la envergadura de sus proyectos. Sin embargo, las funciones propias de este comité podrían desempeñarse en otros comités o en otras instancias dependientes del CA.
- El comité de inversiones existe en CODELCO y en AFP ProVida, básicamente por la magnitud de sus operaciones. Sin embargo, las funciones propias de este comité podrían realizarse en otros comités o en otras instancias dependientes del CA.
- No consta la estructuración, en las sociedades, de un comité de riesgos financieros que forme parte de los CA. Sin embargo, las funciones propias de este comité podrían desempeñarse en otros comités o en otras instancias dependientes del CA.
- En ninguna de las empresas analizadas se observa que el comité de auditoría tenga control sobre la emisión. Sin embargo, la materia está regulada por ley.
- En las sociedades analizadas, los CA tienen de siete a nueve miembros.
- En general, los consejeros son externos, salvo en CODELCO, donde, por el carácter estatal de la empresa, se integra a dos trabajadores en el CA.
- En general, la norma consiste en incorporar uno o dos consejeros externos independientes.

- En cuanto a las profesiones de los consejeros externos, prevalecen carreras como la ingeniería comercial y la ingeniería civil.
- En ninguno de los casos el presidente del CA es un consejero externo independiente.
- Una buena parte de los consejeros externos tienen conocimientos del área financiera, como resultado de su formación y su experiencia.
- No se evidencia el desarrollo de programas formales de capacitación de los consejeros externos, pero se distinguen diversas acciones orientadas a promover la participación, implementadas a través del gerente general o del presidente del CA de la sociedad.
- En general, no se evalúa el desempeño de los consejeros, salvo en el caso de CODELCO. No obstante, el presidente del CA y los inversionistas calificados que deben elegir consejeros periódicamente realizan un monitoreo frecuente del desempeño de cada consejero.
- Existen varias firmas especializadas en seleccionar consejeros para las empresas. Las AFP suelen contratarlas para definir a quiénes apoyarán en las juntas de accionistas. En el caso de CODELCO, algunos consejeros son preseleccionados por una entidad independiente, como el Consejo de Alta Dirección Pública.
- En general, la auditoría interna y externa informa al comité de directores, presidido por el consejero externo independiente.
- El consejero externo independiente tiene limitadas responsabilidades que no difieren de las del resto de los consejeros.
- No se dispone de mayor información sobre la presencia de conflictos de interés en los procesos de emisión de deuda, ni sobre el modo en que se eligen los intermediarios financieros.

Por último, se estimaron los índices correspondientes a las cuatro empresas analizadas (véase el cuadro IV.8). El análisis se complementa con un examen de las prácticas de GC, que arroja los siguientes resultados:

- Los índices correspondientes a las distintas sociedades consideradas oscilan de 7,059 a 7,161.
- En todos los casos, el valor de los índices disminuye debido a que el presidente del CA no es un consejero externo, y a que el director de auditoría interna no es miembro del CA. Legalmente no puede serlo, y conceptualmente no hay razón para que integre dicho Consejo, pues esto solo le restaría independencia en el desempeño de su función.
- Los índices estimados para las distintas sociedades se vieron parcialmente afectados por los siguientes factores:
 - El tamaño del CA: en Clínica Las Condes y en CODELCO, este es superior a ocho miembros.
 - La evaluación formal de los consejeros solo se realiza en CODELCO.
 - En AFP ProVida, el comité de inversiones es presidido por un consejero independiente.
 - En el caso de AFP ProVida y de CODELCO no se realizan sesiones periódicas del comité de inversiones.

Finalmente, en lo que respecta a lo metodológico cabe recordar que la aplicación del instrumento de evaluación ha sido compleja, lo que necesariamente resta precisión a las conclusiones. Por ejemplo, en el indicador de GC se contemplan estructuras legales del gobierno de las empresas que son privativas de una jurisdicción, y se considera un conjunto de comités que forman parte de una situación particular. Sin embargo, como se señaló anteriormente, la presencia de estos elementos no puede generalizarse, pues el número y el tipo de comités dependen de la gestión del directorio, y, por lo tanto, su configuración será diferente en cada empresa y sector económico, y según el tipo de riesgos relevantes de la organización, entre otros factores. Además, lo relevante es que las funciones correspondientes sean llevadas a cabo, independientemente de la presencia o la ausencia de determinados comités, y el cumplimiento de funciones constituye una variable difícil de observar. En síntesis, al considerar las conclusiones de este trabajo es preciso tener en cuenta estas limitaciones.

Cuadro IV.7
Chile: análisis de las sociedades

Estándares para bonos	Sector servicios		Sector industrial		Sector gubernamental		Sector financiero	
	Clinica Las Condes ^a	Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC) ^b	Corporación Nacional del Cobre (CODELCO) ^c	AFP ProVida ^d				
1.1 ¿Autoriza la emisión de bonos, ya sea que el regulador requiera o no un prospecto de colocación?	Por ley, quien autoriza la emisión de bonos es la junta de accionistas, y el prospecto es obligatorio	Por ley, quien autoriza la emisión de bonos es la junta de accionistas, y el prospecto es obligatorio	La emisión de bonos la autoriza el consejo de administración	Por ley, quien autoriza la emisión de bonos es la junta de accionistas, y el prospecto es obligatorio				
1.2 ¿El prospecto del bono cumple con los requerimientos de oferta pública del regulador?	Conforme a la ley y al regulador	Conforme a la ley y al regulador	Conforme a la ley y al regulador	Conforme a la ley y al regulador				
1.3 ¿Se conocen los usos de los recursos en la estrategia empresarial por proyecto o en la reestructuración de deuda?	Conforme a la ley y al regulador	Conforme a la ley y al regulador	Conforme a la ley y al regulador	Conforme a la ley y al regulador				
1.4 ¿Se conocen las implicaciones sobre las emisiones existentes y las acciones por niveles de apalancamiento?	Conforme a la ley y al regulador	Conforme a la ley y al regulador	Conforme a la ley y al regulador	Conforme a la ley y al regulador				
2.1 ¿Se delegan en el comité de financiamiento corporativo el diseño y el análisis de la emisión?	Sin información ^e	Sin información	Sí	Sin información				
2.2 ¿Se delega en el comité de riesgos el análisis de los riesgos financieros de la emisión?	Sin información	Sin información	Sin información	Sin información				
2.3 ¿Se delega en el comité de auditoría la definición de los reportes de control sobre la emisión?	Sin información	Sin información	Sin información	Sin información				
3.1 ¿Tiene el consejo de administración un tamaño de 8 a 15 consejeros?	Nueve consejeros	Siete consejeros	Nueve consejeros	Siete consejeros				
3.2 ¿Tiene el consejo de administración un mínimo de consejeros externos del 50%?	Todos los consejeros son externos	Todos los consejeros son externos	Sí, siete son externos y dos son internos	Todos los consejeros son externos				
3.3 ¿Más de la mitad de los consejeros externos son independientes?	No, solo un consejero externo es independiente (nueve consejeros externos)	No, solo un consejero externo es independiente (siete consejeros externos)	No existe la figura del consejero externo independiente	No, solo dos consejeros externos son independientes (siete consejeros externos)				
4.1 ¿En la selección de algunos consejeros externos se prioriza su conocimiento en finanzas y particularmente en financiamiento corporativo?	Dos consejeros son ingenieros comerciales	Tres consejeros son ingenieros comerciales, y tres son ingenieros civiles industriales	Dos consejeros son ingenieros comerciales, y cuatro son ingenieros civiles	Dos consejeros son ingenieros comerciales, y dos son licenciados en economía				
5.1 ¿Es el presidente del consejo de administración un consejero externo independiente?	No	No	No	No				

Cuadro IV.7 (continuación)

Estándares para bonos	Sector servicios			Sector industrial		Sector gubernamental		Sector financiero	
	Clinica Las Condes ^a	Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC) ^b	Corporación Nacional del Cobre (CODELCO) ^c	Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC) ^b	Corporación Nacional del Cobre (CODELCO) ^c	AFP ProVida ^d	AFP ProVida ^d	AFP ProVida ^d	AFP ProVida ^d
6.1 ¿Más del 50% de los consejeros tienen conocimientos sólidos y actualizados de finanzas corporativas?	No, solo dos consejeros	Sí, seis consejeros	Sí, cinco consejeros	Sí, seis consejeros	Sí, cinco consejeros	Sí, cuatro consejeros	Sí, cuatro consejeros	Sí, cuatro consejeros	Sí, cuatro consejeros
6.2 ¿Más del 50% de los consejeros externos tienen conocimientos sólidos y actualizados de finanzas corporativas?	No, solo dos consejeros	Sí, seis consejeros	Sí, cinco consejeros	Sí, seis consejeros	Sí, cinco consejeros	Sí, cuatro consejeros	Sí, cuatro consejeros	Sí, cuatro consejeros	Sí, cuatro consejeros
7.1 ¿Existe un programa de capacitación sistemático para los consejeros?	Sí, a cargo del gerente general	Sí, a cargo del presidente del consejo de administración	Sí, formalmente aprobado por el consejo de administración	Sí, a cargo del presidente del consejo de administración	Sí, formalmente aprobado por el consejo de administración	No, solo se cuenta con el "Manual del director de AFP ProVida S.A."	No, solo se cuenta con el "Manual del director de AFP ProVida S.A."	No, solo se cuenta con el "Manual del director de AFP ProVida S.A."	No, solo se cuenta con el "Manual del director de AFP ProVida S.A."
7.2 ¿Cuentan con certificaciones en los temas financieros en que participan mediante la toma de decisiones?	Dos consejeros cuentan con títulos profesionales y experiencia	Seis consejeros cuentan con títulos profesionales y experiencia	Cinco consejeros cuentan con títulos profesionales y experiencia	Seis consejeros cuentan con títulos profesionales y experiencia	Cinco consejeros cuentan con títulos profesionales y experiencia	Cuatro consejeros cuentan con títulos profesionales y experiencia	Cuatro consejeros cuentan con títulos profesionales y experiencia	Cuatro consejeros cuentan con títulos profesionales y experiencia	Cuatro consejeros cuentan con títulos profesionales y experiencia
7.3 ¿Se revisa periódicamente el desempeño de cada consejero externo?	No	No	No	No	Sí, mediante asesores externos	No	No	No	No
8.1 ¿Los consejeros externos señalan cualquier conflicto de intereses identificado en el proceso de emisión de bonos?	Sin información	Sin información	Sin información	Sin información	Sin información	Sin información	Sin información	Sin información	Sin información
9.1 ¿Hay tres o más consejeros externos por cada consejero interno?	Todos los consejeros son externos	Todos los consejeros son externos	Todos los consejeros son externos	Todos los consejeros son externos	Todos los consejeros son externos	Sí, hay siete consejeros externos por cada dos consejeros internos	Sí, hay siete consejeros externos por cada dos consejeros internos	Todos los consejeros son externos	Todos los consejeros son externos
9.2 ¿Es un comité de consejeros independientes el que elige a los consejeros externos?	No	No	No	No	Tres directores son nombrados por el presidente de la República, cuatro directores son designados mediante el Consejo de Alta Dirección Pública, y dos directores son nombrados por funcionarios	No	No	No	No
10.1 ¿Firman los consejeros internos como responsables legales y penales de la información relevante en una emisión de bonos, y de sus implicaciones para la situación financiera de la empresa?	Todos los consejeros son externos	Todos los consejeros son externos	Todos los consejeros son externos	Todos los consejeros son externos	Todos los consejeros son externos	Sin información	Sin información	Todos los consejeros son externos	Todos los consejeros son externos
11.1 ¿Es el director de auditoría interna un miembro del consejo de administración?	No	No	No	No	No	No	No	No	No
11.2 ¿El director de auditoría interna informa al consejo de administración o al comité de auditoría?	Informa al comité de directores	Informa a la gerencia de auditoría	Informa a la gerencia de auditoría	Informa a la gerencia de auditoría	Informa al comité de auditoría, compensaciones y ética	Informa al comité de auditoría, compensaciones y ética	Informa al comité de directores	Informa al comité de directores	Informa al comité de directores

Cuadro IV.7 (continuación)

Estándares para bonos	Sector servicios		Sector industrial		Sector gubernamental		Sector financiero	
	Clinica Las Condes ^a	Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC) ^b	Corporación Nacional del Cobre (CODELCO) ^c	AFP ProVida ^d				
12.1 ¿El comité de auditoría es presidido por un consejero independiente?	El consejero independiente preside el comité de directores	El consejero independiente preside el comité de directores	No existe la figura del director independiente	El consejero independiente preside el comité de directores				
12.2 ¿El auditor externo es contratado por el comité de auditoría e informa a dicho comité?	El auditor externo es propuesto al consejo de administración por el comité de directores, que debe ser ratificado por la junta de accionistas	El auditor externo es propuesto al consejo de administración por el comité de directores	Sin información	El auditor externo es propuesto por el comité de directores, que debe ser ratificado por la junta de accionistas				
12.3 ¿El comité de auditoría aprueba el programa de auditoría externa e interna?	El consejo de administración aprueba el programa de auditoría externa, y el comité de directores aprueba el programa de auditoría interna	El comité de directores aprueba el programa de auditoría interna y externa	En el organigrama se incluye un área de auditoría general, y existe un comité de auditoría, compensaciones y ética	El comité de directores aprueba el programa de auditoría interna y externa				
12.4 ¿Se cuenta con un sistema efectivo de información sobre financiamiento corporativo?	Sin información	Sin información	Sin información	Sin información				
12.5 ¿El comité elabora reportes periódicos para el consejo de administración y para la dirección general sobre el cumplimiento de las políticas de control interno en el uso de los recursos financieros?	Sin información	Sin información	Sin información	Sin información				
13.1 ¿El comité de inversiones es presidido por un consejero independiente?	Sin información	Sin información	Existe un comité de proyectos y financiamiento de inversiones, pero no existe la figura del consejero independiente	Sí				
13.2 ¿El presidente del comité de inversiones tiene experiencia probada en estrategias de inversión?	Sin información	Sin información	Sí	Sí				
13.3 ¿El comité sesiona por lo menos una vez al mes?	Sin información	Sin información	Sin información	No, sesiona en forma trimestral				
14.1 ¿El comité es presidido por un consejero independiente?	Sin información	Sin información	Existe un comité de proyectos y financiamiento de inversiones, pero no existe la figura del consejero independiente	Sí				
14.2 ¿El presidente del comité tiene experiencia probada en financiamiento corporativo?	Sin información	Sin información	Sí	Sí				
14.3 ¿Es el comité el que dictamina sobre los requerimientos de financiamiento de la empresa y la forma de satisfacerlos?	Sin información	Sin información	Sin información	Sin información				

Cuadro IV.7 (conclusión)

	Sector servicios		Sector industrial		Sector gubernamental		Sector financiero	
	Clínica Las Condes ^a		Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC) ^b		Corporación Nacional del Cobre (CODELCO) ^c		AFP ProVida ^d	
Estándares para bonos	Sin información		Sin información		Sin información		Sin información	
14.4 ¿Es el Comité el que selecciona a los intermediarios financieros para la colocación de los bonos emitidos por la empresa?	Sin información		Sin información		Sin información		Sin información	
15.1 ¿El comité de riesgos es presidido por un consejero independiente?	Sin información		Sin información		No existe la figura del consejero independiente		No, es la gerencia de riesgos	
15.2 ¿El presidente del comité tiene experiencia y conocimiento probados en administración integral de riesgos?	Sin información		Sin información		Sí		Sí, pero pertenece a la administración	
15.3 ¿Es el comité de riesgos el que se encarga de dictaminar sobre los reportes de los riesgos financieros que enfrenta la empresa?	Sin información		Sin información		Sí		Sí	
15.4 ¿Es el comité de riesgos el que presenta los riesgos de emisión de los bonos emitidos por la empresa?	Sin información		Sin información		Sin información ^f		Sin información	

Fuente: Elaboración propia.

^a Información consultada en Clínica Las Condes, “Memoria anual Clínica Las Condes 2012” [en línea] http://www.clc.cl/Dev_CLC/media/Imágenes/PDF/Memoria-CLC-2012.pdf, y en la respuesta de la empresa a la Norma de Carácter General núm. 341 [en línea] [http://www.clinicalascondes.cl/Dev_CLC/media/Imágenes/PDF/Del%2015%20de%20abril%20en%20adelante%202013/Respuesta-NGG-341-\(5\).pdf](http://www.clinicalascondes.cl/Dev_CLC/media/Imágenes/PDF/Del%2015%20de%20abril%20en%20adelante%202013/Respuesta-NGG-341-(5).pdf).

^b Información consultada en Empresas CMPC, “Memoria anual 2012” [en línea] <http://www.empresacmpc.cl/wp-content/uploads/2012/06/memoria-anual-2012.pdf>, y en la respuesta de la empresa a la Norma de Carácter General núm. 341 [en línea] http://www.svs.cl/documentos/pueag/sagco_sagco_2013060056044.pdf.

^c Información consultada en Corporación Nacional del Cobre (CODELCO), “Memoria anual 2013” [en línea] <http://www.codelco.com/organograma/memoria2013/2013-04-16/152408.html>; en Corporación Nacional del Cobre (CODELCO), “Gobierno corporativo CODELCO Chile”, julio de 2010 [en línea] http://www.codelco.com/prontus_codelco/site/artic/20111227/asocfile/20111227161526/presentaci_n_presidente_directorio_c_mara_final_f.pdf; y en la respuesta de la empresa a la Norma de Carácter General núm. 341 [en línea] http://www.codelco.com/prontus_codelco/site/artic/20130628/asocfile/20130628162453/svs_20130628.pdf.

^d Información consultada en AFP ProVida, “Memoria anual 2013” [en línea] <http://www.provida.cl/empresa/reportes/memoria-anual/index.html>, y en la respuesta de la empresa a la Norma de Carácter General núm. 341 [en línea] <http://www.provida.cl/assets/pdfs/politicas-de-gestion/practicas-de-gobierno-corporativo-al-31-dic-2013.pdf>.

^e Sin información pública.

^f El comité existe como tal.

Cuadro IV.8
Chile: índices de gobernanza corporativa correspondientes a las sociedades analizadas

Categorías	Estándares para bonos	Sector servicios		Sector industrial		Sector gubernamental		Sector financiero		Valor de referencia	
		Clínica Las Condes		Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC)		Corporación Nacional del Cobre (CODELCO)		AFP ProVida			
		De 1 a 0	Índice	De 1 a 0	Índice	De 1 a 0	Índice	De 1 a 0	Índice		
Papel del consejo de administración ^a	1.1	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
	1.2	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
	1.3	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
	1.4	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
Estructura del consejo de administración ^b	2.1	0,5	0,095	0,5	0,095	0,5	0,095	0,5	0,095	0,5	0,095
	2.2	0,5	0,095	0,5	0,095	0,5	0,095	0,5	0,095	0,5	0,095
	2.3	0,5	0,095	0,5	0,095	0,5	0,095	0,5	0,095	0,5	0,095
Papel del presidente del consejo de administración	3.1	1	0,031	0	0	1	0,031	0	0	0,5	0,016
	3.2	1	0,031	1	0,031	1	0,031	1	0,031	1	0,031
	3.3	0,5	0,016	0,5	0,016	0,5	0,016	0,5	0,016	0,5	0,016
Papel del presidente del consejo de administración	4.1	1	0,189	1	0,189	1	0,189	1	0,189	1	0,189
	5.1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Cuadro IV.8 (continuación)

Categorías	Estándares para bonos	Sector servicios		Sector industrial		Sector gubernamental		Sector financiero		Valor de referencia
		Clínica Las Condes		Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC)		Corporación Nacional del Cobre (CODELCO)		AFP ProVida		
		De 1 a 0	Índice	De 1 a 0	Índice	De 1 a 0	Índice	De 1 a 0	Índice	
Papel y selección de los consejeros ejecutivos o internos, y de los consejeros no ejecutivos o externos ^e	6.1	¿Más del 50% de los consejeros tienen conocimientos sólidos y actualizados de finanzas corporativas?	1	0,095	1	0,095	1	0,095	1	0,095
	6.2	¿Más del 50% de los consejeros externos tienen conocimientos sólidos y actualizados de finanzas corporativas?	1	0,095	1	0,095	1	0,095	1	0,095
	7.1	¿Existe un programa de capacitación sistemático para los consejeros?	1	0,189	1	0,189	1	0,189	1	0,189
	7.2	¿Cuentan con certificaciones en los temas financieros en que participan mediante la toma de decisiones?	1	0,189	1	0,189	1	0,189	1	0,189
	7.3	¿Se revisa periódicamente el desempeño de cada consejero externo?	0	0	0	0	1	0,189	0	0,25
	8.1	¿Los consejeros externos señalan cualquier conflicto de intereses identificado en el proceso de emisión de bonos?	1	0,189	1	0,189	1	0,189	1	0,189
	9.1	¿Hay tres o más consejeros externos por cada consejero interno?	1	0,189	1	0,189	1	0,189	1	0,189
	9.2	¿Es un comité de consejeros independientes el que elige a los consejeros externos?	0	0	0	0	1	0,189	0	0,25
	10.1	¿Firman los consejeros internos como responsables legales y penales de la información relevante en una emisión de bonos, y de sus implicaciones para la situación financiera de la empresa?	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
	11.1	¿Es el director de auditoría interna un miembro del consejo de administración?	0	0	0	0	0	0	0	0
	11.2	¿El director de auditoría interna informa al consejo de administración o al comité de auditoría?	1	0,189	1	0,189	1	0,189	1	0,189

Cuadro IV.8 (continuación)

Categorías	Estándares para bonos	Sector servicios		Sector industrial		Sector gubernamental		Sector financiero		Valor de referencia	
		Clínica Las Condes		Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC)		Corporación Nacional del Cobre (CODELCO)		AFP ProVida			
		De 1 a 0	Índice	De 1 a 0	Índice	De 1 a 0	Índice	De 1 a 0	Índice		
Comité de auditoría ^d	12.1 ¿El comité de auditoría es presidido por un consejero independiente?	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
	12.2 ¿El auditor externo es contratado por el comité de auditoría e informa a dicho comité?	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	12.3 ¿El comité de auditoría aprueba el programa de auditoría externa e interna?	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
	12.4 ¿Se cuenta con un sistema efectivo de información sobre financiamiento corporativo?	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
	12.5 ¿El comité elabora reportes periódicos para el consejo de administración y para la dirección general sobre el cumplimiento de las políticas de control interno en el uso de los recursos financieros?	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
Comité de inversiones en activos financieros	13.1 ¿El Comité de Inversiones es presidido por un Consejero Independiente?	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	13.2 ¿El presidente del Comité de Inversiones tiene experiencia probada en estrategias de inversión?	1	0,095	1	0,095	1	0,095	1	0,095	1	0,095
	13.3 ¿El Comité sesiona por lo menos una vez al mes?	0	0	0	0	1	0,095	0	0	0,25	0,024
Comité de financiamiento corporativo ^e	14.1 ¿El comité es presidido por un consejero independiente?	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	14.2 ¿El presidente del comité tiene experiencia probada en financiamiento corporativo?	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
	14.3 ¿Es el comité el que dictamina sobre los requerimientos de financiamiento de la empresa y la forma de satisfacerlos?	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
	14.4 ¿Es el comité el que selecciona a los intermediarios financieros para la colocación de los bonos emitidos por la empresa?	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Cuadro IV.8 (conclusión)

Categorías	Estándares para bonos	Sector servicios		Sector industrial		Sector gubernamental		Sector financiero		Valor de referencia	
		Clínica Las Condes		Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC)		Corporación Nacional del Cobre (CODELCO)		AFP ProVida			
		De 1 a 0	Índice	De 1 a 0	Índice	De 1 a 0	Índice	De 1 a 0	Índice		
Comité de riesgos	15.1 ¿El comité de riesgos es presidido por un consejero independiente?	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	15.2 ¿El presidente del comité tiene experiencia y conocimiento probados en administración integral de riesgos?	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
	15.3 ¿Es el comité de riesgos el que se encarga de dictaminar sobre los reportes de los riesgos financieros que enfrenta la empresa?	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
	15.4 ¿Es el comité de riesgos el que presenta los riesgos de emisión de los bonos emitidos por la empresa?	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
Total		7,059		7,028		7,532		7,028		7,161	

Fuente: Elaboración propia.

^a En lo que respecta a las categorías 2.1, 2.2 y 2.3, se estima que estas materias son consideradas por la compañía y que existe una alta probabilidad de que dichas cuestiones se traten en un comité especializado del consejo de administración.

^b Dos de siete consejeros son independientes.

^c En lo que respecta a las categorías 9.1 y 9.2, cabe señalar que en Chile todos los consejeros son externos, y son elegidos por la junta de accionistas; son independientes de la administración y se ha homologado la función de dicho comité con la de la junta de accionistas. En CODELCO, tres directores son nombrados por el presidente de la República, cuatro son designados a partir de una quina seleccionada por el Consejo de Alta Dirección Pública, uno es designado a partir de una quina presentada por los trabajadores, y otro, a partir de una quina presentada por los supervisores. El gerente general y el gerente de finanzas no son consejeros internos, pero son responsables legal y penalmente de sus decisiones. Por ley, el auditor interno no puede integrar el consejo de administración.

^d En lo que respecta a la categoría 12.2, en la ley se indica que los auditores externos son designados por la junta de accionistas con base en la propuesta del consejo de administración o del comité de directores —que realiza labores equivalentes a las del comité de auditoría—, y que normalmente informan al comité de auditoría interna, al consejo de directores o al consejo de administración.

^e En lo que respecta a la categoría 14.4, es el comité de directores el que realiza esta propuesta, o puede realizarla un comité ad hoc formado por el consejo de administración.

G. Conclusiones

La emisión de deuda constituye un factor que promueve el desarrollo de la GC en la medida en que contempla las siguientes prácticas:

- La elaboración de contratos de deuda debidamente estructurados, en que se detallan obligaciones y resguardos, mediante los que se establecen marcos orientados a asegurar un desempeño adecuado de la administración.
- El monitoreo realizado por el mercado, implementado en especial por los inversionistas institucionales y los bancos de inversión, a fin de controlar la evolución y la perspectiva de cumplimiento de los contratos de emisión de deuda.
- El monitoreo realizado por las calificadoras de riesgo, en cuyas metodologías se contemplan elementos de evaluación de la GC. En la regulación se establece que la emisión debe contar con dos calificaciones, por lo que la opinión emitida por estas entidades es de carácter público.

Cabe destacar que en la regulación se establece la configuración de un sistema que permite y facilita la coordinación entre los tenedores de deuda. Además, la presencia de inversionistas institucionales calificados, que se desempeñan en dicho marco normativo, hace relativamente efectiva esta labor de control.

Por otro lado, los accionistas disponen de la debida protección legal, ya que la elección de los consejeros y del consejero independiente, la emisión de deuda y de las garantías ofrecidas, y la contratación de la auditoría externa y de las calificadoras de riesgo, entre otras, son funciones de la junta de accionistas.

Por otra parte, en la práctica se percibe que es escaso el desarrollo de estructuras orientadas a promover la GC en las cuestiones vinculadas con las inversiones, el financiamiento, el riesgo y la auditoría. Esto no significa que las funciones pertinentes no se realicen, sino que más bien indica que el sistema descansa en la experiencia y la formación de los consejeros. Además hay que hacer la salvedad de que dichos comités pueden estar funcionando bajo nombres distintos.

Asimismo, parece necesario lograr una participación aún mayor de los directores independientes en temas de auditoría, tanto interna como externa.

Por último, se observa que el entorno legal y normativo no es suficiente para alcanzar altos estándares de GC. En consecuencia, se considera recomendable un replanteo de las estructuras internas de las empresas, especialmente del funcionamiento de los CA respecto del de los comités, a fin de que sea posible alcanzar altos niveles de desempeño y de transparencia en materia de GC.

Bibliografía

- Becht, Marco, Patrick Bolton y Ailsa Röell (2005), “Corporate governance and control”, *ECGI - Finance Working Paper*, N° 02/2002.
- Chile(1981a), “Ley 18.045 de Mercado de Valores” [en línea] <http://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=29472>.
- _____ (1981b), “Ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas” [en línea] <http://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=29473>.
- Donelli, M., B. Larrain y F. Urzúa (2013), “Ownership dynamics with large shareholders: an empirical Analysis”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA)*, vol. 48, N° 2.
- Jean Tirole (2006), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press.
- OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (2011), “Chile: the role of institutional investors in promoting good corporate governance”, *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, cap. 3 [en línea] <http://www.oecd.org/daf/ca/49081553.pdf>.
- SP (Superintendencia de Pensiones, Chile) (2009), *Circular*, N° 1664 [en línea] <http://www.spensiones.cl/files/normativa/circulares/CAFP1664.pdf>.
- _____ (1980), “Decreto Ley, N° 3500, Establece Nuevo Sistema de Pensiones” [en línea] http://www.safp.cl/portal/informes/581/articles-3520_libro3500completo.pdf.
- SVS (Superintendencia de Valores y Seguros) (2012), *Norma de Carácter General*, N° 341 [en línea] http://www.svs.cl/normativa/ncg_341_2012.pdf.

Anexo

El marco legal y normativo de la gobernanza corporativa en Chile

En Chile, las sociedades anónimas constituyen el principal gestor de deuda. Existe un conjunto de disposiciones que regulan la emisión de deuda: la Ley 18046, o Ley sobre Sociedades Anónimas; la Ley 18045, o Ley de Mercado de Valores; la Norma de Carácter General núm. 30 del año 1989, que obliga a los emisores a generar periódicamente reportes informativos sobre las empresas y las sociedades que emitan deuda pública, y la Norma de Carácter General núm. 341 sobre prácticas de gobernanza corporativa (GC) de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

Ley 18046 o Ley sobre Sociedades Anónimas

En la Ley 18046, esto es, la Ley sobre Sociedades Anónimas²¹, se establece que la administración de la sociedad anónima la ejerce un consejo de administración (CA) elegido por la junta de accionistas, y que el número de directores (no inferior a cinco) se fija según lo dispuesto en el estatuto de la sociedad²².

El CA delega parte de sus facultades en ejecutivos principales, gerentes, subgerentes o abogados de la sociedad, en un director o en una comisión de directores u otras personas²³. Por tal motivo, en la Ley no se dispone la conformación de comités de inversiones, de financiamiento y de riesgo relativos a la emisión de deuda, elemento que podría ser útil para la gestión del CA, así como para el desarrollo de la GC.

La Ley obliga al CA a proporcionar la información necesaria, suficiente y oportuna a los accionistas y al público en general sobre la situación legal, económica y financiera de la sociedad²⁴, además de la información solicitada por la SVS. Por ello, es frecuente que los accionistas minoritarios soliciten información específica sobre las razones en que se fundan determinadas decisiones de la plana mayor y del CA.

En la citada Ley se establece que las reuniones del CA se constituyan con mayoría absoluta de directores con derecho a voto, al igual que la adopción de acuerdos²⁵. Debido a que los directores son responsables de los perjuicios que ocasionen sus decisiones, el CA tiene incentivos para promover, mediante sus acciones, las prácticas propias de una buena GC.

El CA fija las atribuciones y los deberes de los gerentes designados, y puede sustituirlos a su arbitrio²⁶. El gerente general tiene derecho a voz en las reuniones del CA. El cargo de gerente es incompatible con el de presidente, auditor o contador de la sociedad y, en las sociedades anónimas abiertas, también lo es con el de director²⁷.

A los gerentes, a las personas que hacen las veces de ellos y a los ejecutivos principales se aplican las disposiciones de la Ley dirigidas a los directores, cuando sus funciones sean compatibles con las responsabilidades del cargo²⁸. Lo anterior supone que las decisiones evaluadas y propuestas por los directivos tienen consecuencias legales y generan responsabilidad administrativa.

En las sociedades anónimas abiertas debe designarse al menos un director independiente y conformarse el comité de directores²⁹, mediante elección de la junta de accionistas.

²¹ En el título IV se hace referencia a la administración de la sociedad.

²² Artículo 31 de la Ley 18046.

²³ Artículo 40 de la Ley 18046.

²⁴ Artículo 46 de la Ley 18046.

²⁵ Artículo 47 de la Ley 18046. En caso de empate, la situación se resolverá según lo dispuesto en los estatutos.

²⁶ Artículo 49 de la Ley 18046.

²⁷ Artículo 49 de la Ley 18046.

²⁸ Artículo 50 de la Ley 18046.

²⁹ Esto deberán realizarlo las sociedades anónimas abiertas cuando tengan un patrimonio bursátil igual o superior al equivalente a 1.500.000 unidades de fomento (aproximadamente 65 millones de dólares), y al menos un 12,5% de sus acciones emitidas con derecho a voto se encuentren en poder de accionistas que individualmente controlen o posean menos del 10% de tales acciones (art. 50 bis de la Ley 18046).

Los directores independientes, para ser elegidos, primero deben ser propuestos por accionistas que representen el 1% o más de las acciones de la sociedad. El regulador ha creado un registro de directores independientes. Es elegido aquel candidato que obtiene el mayor número de votos. En general, en las sociedades se elige un solo director independiente. Rara vez se eligen dos directores, salvo en el caso de sociedades sometidas a un fuerte escrutinio público. Recientemente aumentaron las exigencias para integrar las nóminas de directores independientes.

El comité de directores independientes examina los informes de los auditores externos y el balance y los estados financieros preparados por los administradores, y se pronuncia sobre su pertinencia antes de presentarlos a los accionistas para su aprobación. Además, propone al CA nombres para la selección de los auditores externos y de las calificadoras de riesgo; examina los antecedentes relativos a las operaciones con partes relacionadas, emite un informe al respecto e informa al CA para que decida su aprobación o su rechazo; analiza los sistemas de remuneraciones y los planes de compensación de los gerentes, los ejecutivos principales y los trabajadores, e informa al CA respecto de la conveniencia de contratar o no a la auditoría externa para la prestación de servicios que no formen parte de dicha auditoría y que puedan suponer un riesgo de pérdida de independencia de opinión.

Como reflexión sobre la estructura institucional se plantea si dicha estructura es suficiente para asegurar una buena GC, especialmente en el caso de grandes conglomerados. En la práctica, el regulador actúa cautamente, fija límites de inversión a este tipo de estructuras societarias, obliga a que se nombre al menos un director independiente, y establece la obligación de los inversionistas institucionales de apoyar la elección de directores independientes.

Asimismo, en la Ley 18046³⁰ se señala que los accionistas deben deliberar y establecer acuerdos en las juntas de accionistas, sean estas ordinarias o extraordinarias³¹.

La junta ordinaria debe cumplir las siguientes funciones: examinar la situación de la sociedad y los informes de los inspectores de cuentas y de los auditores externos, así como aprobar o rechazar la memoria, el balance, los estados financieros y las presentaciones financieras; distribuir las utilidades de cada ejercicio y, sobre todo, repartir los dividendos, y elegir o revocar a los miembros titulares y suplentes del CA y a los fiscalizadores de la administración, entre otras³².

A la junta extraordinaria le corresponden las siguientes tareas: la disolución de la sociedad; la transformación, fusión o división de la sociedad y la reforma de sus estatutos; la emisión de bonos o debentures convertibles en acciones; la enajenación del activo de la sociedad³³, y el otorgamiento de garantías reales, excepto en el caso de sociedades filiales, en que la aprobación del CA es suficiente³⁴. La emisión de deuda es materia de una junta extraordinaria, así como el otorgamiento de garantías, las restricciones a la enajenación de activos y el cumplimiento de razones financieras y económicas. Las juntas son convocadas y presididas por el CA de la sociedad y su presidente³⁵.

Norma de Carácter General núm. 341

La Norma de Carácter General núm. 341 de la SVS, emitida en 2013, tiene por finalidad brindar información sobre los estándares de GC de las sociedades anónimas abiertas.

Así, el objetivo de la norma es suministrar a los inversionistas información relevante respecto de las políticas y las prácticas de GC, y facilitar el acceso de los diversos actores del mercado a dicha información, a fin de que puedan conocer y evaluar el compromiso de las empresas con tales políticas y prácticas.

³⁰ En el título VI se hace referencia a la junta de accionistas.

³¹ Artículo 55 de la Ley 18046.

³² Artículo 56 de la Ley 18046.

³³ La enajenación de un 50% o más de dicho activo.

³⁴ Artículo 57 de la Ley 18046.

³⁵ Artículos 58 y 61 de la Ley 18046.

En la norma se establece que corresponde al CA la responsabilidad de exponer en forma precisa, clara y resumida la manera en que se ha adoptado cada práctica, o bien las razones por las que en la firma se ha decidido no implementar algunas de ellas. En consecuencia, la SVS no ha llevado a cabo un examen de la veracidad de los informes, cuya presentación se realiza sobre la base de un formato predefinido. Además, dichos informes deben ser publicados en los sitios web institucionales de las firmas contempladas en la norma³⁶.

En dichos reportes se hace referencia al funcionamiento del CA y al modo en que este asegura la presentación de información adecuada y oportuna. Además, se brinda información sobre las siguientes materias: los negocios y el riesgo de la firma, y sus principales políticas, controles y procedimientos; el impacto y la continuidad del CA ante la ausencia de uno de sus miembros, y el tratamiento del CA de los potenciales conflictos de interés que puedan surgir en el ejercicio del cargo de director; la relación entre la sociedad, los accionistas y el público en general; la información requerida por los accionistas y los inversionistas para garantizar una adecuada toma de decisiones, y los mecanismos que facilitan la participación de los accionistas en las juntas correspondientes; los procesos de sustitución y compensación de ejecutivos principales, y los mecanismos de sucesión, y, por último, la definición, la implementación y la supervisión de las políticas y los procedimientos de control interno y de gestión de riesgos del negocio, entre otras cuestiones de relevancia. En la norma no se destacan como ejes de buenas prácticas ni la responsabilidad financiera, ni la conformación de comités que promuevan la GC.

En todo caso, en la normativa se hace referencia a prácticas voluntarias que no están contempladas en la ley o en la regulación. Por lo tanto, la implementación de tales prácticas constituye una declaración de adhesión a una adecuada GC.

Ley 18045 o Ley de Mercado de Valores

En lo que se refiere al aspecto legal de la deuda, cabe citar la Ley 18045 o Ley de Mercado de Valores, que regula la emisión de deuda mediante bonos y efectos de comercio, y la Norma de Carácter General núm. 30 de la SVS, que regula la emisión de deuda.

En la Ley 18045 o Ley de Mercado de Valores³⁷ se establece que la oferta pública de valores representativos de deuda cuyo plazo sea superior a un año solo puede efectuarse mediante bonos³⁸.

Para inscribir la emisión de bonos, la sociedad, que debe estar previamente registrada como emisor en la SVS, tiene que remitir al ente regulador ejemplares de la escritura pública otorgada con el representante de los futuros tenedores de bonos, que es designado por el emisor en el mismo instrumento³⁹. En la escritura se detallan la totalidad de las características y las modalidades de la emisión, así como los derechos y las obligaciones de todos los agentes participantes, y se designan un administrador extraordinario de los fondos a recaudarse y, eventualmente, un encargado de la custodia. El mercado de bonos de Chile es altamente estructurado y especializado.

La SVS, en observancia de su rol de regulador, establece las menciones obligatorias que el emisor debe realizar en la escritura pública del contrato de emisión, referidas a los siguientes temas: informaciones

³⁶ Véanse los siguientes documentos: Clínica Las Condes, Respuesta a la Norma de Carácter General núm. 341 [en línea] [http://www.clinicalascondes.cl/Dev_CLC/media/Imagenes/PDF/Del%2015%20de%20abril%20en%20adelante%202013/Respuesta-NCG-341-\(5\).pdf](http://www.clinicalascondes.cl/Dev_CLC/media/Imagenes/PDF/Del%2015%20de%20abril%20en%20adelante%202013/Respuesta-NCG-341-(5).pdf); Empresas CMPC, “Cuestionario Norma de Carácter General N° 341 SVS” [en línea] http://www.svs.cl/documentos/pueag/sagco/sagco_2013060056044.pdf; CODELCO, “Información respecto de la adopción de prácticas de gobierno corporativo - CODELCO Chile” [en línea] http://www.codelco.com/prontus_codelco/site/artic/20130628/asocfile/20130628162453/svs_20130628.pdf, y AFP ProVida, “Respuesta del directorio AFP ProVida S.A. Norma de Carácter General N° 341 - SVS” [en línea] <http://www.provida.cl/assets/pdfs/politicas-de-gestion/practicas-de-gobierno-corporativo-al-31-dic-2013.pdf>.

³⁷ En el título XVI se hace referencia a la emisión de títulos de deuda a largo plazo.

³⁸ Artículo 103 de la Ley 18045.

³⁹ Artículo 104 de la Ley 18045.

jurídicas y económicas del emisor, del administrador extraordinario, del encargado de la custodia y del representante de los tenedores de bonos (incluidas sus respectivas remuneraciones); los límites de la relación de endeudamiento en que podrá incurrir el emisor, la finalidad del empréstito y el uso de los recursos, y la descripción de la emisión⁴⁰, incluidas las características propias de la emisión (monto, series, números, cupones y características de los títulos, plazos de colocación e intereses, entre otras).

Un instrumento para proteger a los tenedores de bonos y promover su participación en la supervisión consiste en su derecho irrenunciable a remover en cualquier momento a su representante o, con el acuerdo del emisor, al administrador extraordinario o al encargado de la custodia⁴¹. A su vez, el representante de los tenedores de bonos solo podrá renunciar a su cargo ante una junta de tenedores de bonos.

En cuanto al cumplimiento de las funciones del representante de los tenedores de bonos, los inversionistas le entregan un mandato amplio de representación y dicho representante tiene la obligación de actuar en pos del interés de sus representados. Además, el representante de los tenedores de bonos está facultado para requerir al emisor o a sus auditores externos los informes técnicos o de gestión que sean necesarios para proteger los intereses de los inversionistas, así como la información pública que el emisor entrega a la SVS. Asimismo, el emisor tiene la obligación de informar de toda circunstancia que implique el incumplimiento de las condiciones del contrato de emisión⁴².

El representante de los tenedores de bonos está obligado a verificar el cumplimiento de los términos, las cláusulas y las obligaciones del contrato de emisión; informar periódicamente sobre la marcha de la emisión; verificar el uso de los fondos suministrados; velar por el pago equitativo y oportuno de las obligaciones, y acordar con el emisor las reformas específicas del contrato de emisión, siempre que esté autorizado por la junta de tenedores de bonos.

En el caso de que la finalidad de la emisión sea financiar nuevos proyectos de inversión del emisor cuyo monto supere el 40% del valor total de su activo antes de la emisión, y que requieran la aplicación, en etapas sucesivas, de los recursos captados durante un período superior a un año, se nombrarán, además, un administrador extraordinario de dichos recursos y un encargado de custodiarlos⁴³.

Dicho administrador recibirá los fondos de la colocación y deberá ponerlos oportuna y periódicamente a disposición del emisor, en la medida en que este cumpla con el avance de las obras, así como con los aportes de capital propio o con otros requisitos técnicos o financieros establecidos en el contrato de emisión⁴⁴. En caso de incumplimiento, el administrador suspenderá los desembolsos hasta que las dificultades hayan sido subsanadas. En caso de no corregirse el problema, los fondos (su parte no invertida) serán íntegramente restituidos a los tenedores de bonos, junto con los intereses y los reajustes correspondientes.

En la emisión podrá estipularse voluntariamente la formación de un fondo de garantía especial en favor de los tenedores de bonos⁴⁵.

Solo podrán ser representantes de los tenedores de bonos y administradores extraordinarios los bancos, las sociedades financieras y las demás personas autorizadas por la SVS⁴⁶. En este sentido, la legislación y el regulador hacen énfasis en la responsabilidad de los tenedores de bonos y en la supervisión de su desempeño, que se delega en agentes privados especializados, remunerados y con alto patrimonio.

⁴⁰ La emisión de los instrumentos podrá efectuarse mediante títulos de deuda de montos fijos o por líneas de bonos.

⁴¹ Artículo 109 de la Ley 18045.

⁴² Artículo 110 de la Ley 18045.

⁴³ Artículo 112 de la Ley 18045.

⁴⁴ Cuando el cumplimiento de los requisitos demande una comprobación técnica, esta será certificada por los peritos calificados designados en la escritura de emisión o elegidos en su reemplazo, que deberán ser independientes del emisor y remunerados por este, y cuyo dictamen será obligatorio para el administrador extraordinario.

⁴⁵ El administrador extraordinario invertirá los recursos que reciba de acuerdo con las instrucciones que el emisor le imparta conforme a la política de inversiones de dichos recursos, establecida en el contrato de emisión.

⁴⁶ Artículo 115 de la Ley 18045.

Los representantes de los tenedores de bonos, los administradores extraordinarios, los encargados de la custodia y los peritos a que se refiere la Ley están sujetos a la supervigilancia de la SVS y no pueden ser personas relacionadas con el emisor⁴⁷.

Una sociedad anónima emisora puede conceder a los tenedores de bonos la opción colectiva de canjearlos por acciones ordinarias o privilegiadas de la misma sociedad, conforme a lo establecido en el contrato de emisión y en la Ley⁴⁸.

Respecto de la deuda de corto plazo⁴⁹, en la Ley 18045 se establece que la oferta pública de valores representativos de deuda cuyo plazo no supere los 36 meses también puede efectuarse mediante la emisión de pagarés o de otros títulos de crédito⁵⁰.

La SVS regula esta materia mediante una Norma de Carácter General en que se establece la obligación del emisor de entregar información económica, financiera y jurídica actualizada, así como datos relativos a la emisión (monto, modalidades y características, entre otros). Además, en la normativa se dispone que el emisor tiene la obligación de disponer de una calificación de riesgo, salvo que la emisión se dirija a un inversionista institucional.

En cuanto a la estructura del mercado para efectos de comercio, se observa una ostensible disminución de los niveles de supervisión y de resguardo de los inversionistas, en comparación con el caso de los bonistas.

Norma de Carácter General núm. 30 de la Superintendencia de Valores y Seguros

La Norma de Carácter General núm. 30 de la SVS tiene por objeto simplificar, ordenar y estandarizar la información que los emisores deben presentar a la SVS y al público en general.

Todas las entidades que deseen hacer ofertas públicas están obligadas a inscribirse en el Registro de Valores. Además, el regulador solicita la presentación de estados financieros examinados por auditores externos autorizados por la SVS.

El gerente general de la entidad deberá elaborar un análisis claro y preciso de la situación financiera de la firma, en que se incluyan una evaluación de la condición financiera y de los riesgos de la actividad o el negocio, así como un detalle de la condición financiera histórica y actual, y las ratios o los indicadores pertinentes, acompañados de la definición o la fórmula utilizadas para su cálculo. El regulador obliga al emisor a efectuar un examen completo de su situación económica y financiera, en que deben considerarse los siguientes elementos: un resumen de los resultados de la sociedad, así como de los flujos de efectivo; la identificación de las principales fuentes de financiamiento; los montos y los índices financieros relativos a los niveles de liquidez y de solvencia; la forma en que la administración utiliza los recursos disponibles de la compañía y los datos referidos a la capacidad de la empresa para generar rentabilidad a partir de dichos recursos; la descripción de la evolución de los negocios de la entidad, y los principales riesgos de la actividad, así como las medidas implementadas para mitigarlos.

El regulador establece normas para la presentación y la difusión continuas de información. A su vez, el contenido de la solicitud de información varía según se trate de emisiones destinadas a ser negociadas en el mercado general, o de emisiones dirigidas a mercados en que participan los inversionistas calificados.

Dicha información debe acompañarse de una declaración jurada de responsabilidad sobre la veracidad de los datos, suscrita, en las sociedades anónimas, por el gerente general y por la misma mayoría de directores requerida en los estatutos sociales para la adopción de acuerdos del CA.

⁴⁷ Artículo 116 de la Ley 18045.

⁴⁸ Artículo 121 de la Ley 18045.

⁴⁹ En el título XVII se hace referencia a la emisión de títulos de deuda a corto plazo.

⁵⁰ Artículo 131 de la Ley 18045.

Una vez inscrita la emisión, el emisor la comunica a todas las bolsas de valores del país⁵¹, conforme a la información proporcionada a la SVS. A las entidades registradas en el mercado de valores se les solicita la presentación de la siguiente información: un organigrama en que se detalle la estructura administrativa y cómo se relacionan sus principales componentes, y los datos relativos a los miembros que integraron el CA en los últimos dos años (número de integrantes y duración en el cargo) y demás órganos, así como las unidades de control interno, la gerencia general y otras gerencias de área, las unidades asesoras y otras áreas de importancia.

Respecto del comité de directores, conformado por ley o en forma voluntaria, es preciso presentar información sobre cada uno de sus integrantes durante los últimos dos ejercicios, identificar a los directores independientes y sus actividades, y señalar, en especial, si han cumplido con sus obligaciones. Además, debe presentarse el informe de gestión anual del comité, en que tienen que incluirse sus principales recomendaciones a los accionistas, así como un detalle de las asesorías contratadas por el comité y de los gastos realizados durante el ejercicio. También debe entregarse información sobre los antecedentes económicos y financieros de fusiones, divisiones y transformaciones, y cualquier otro informe pericial emitido por peritos independientes de la sociedad y de sus auditores externos, que hayan sido presentados a la junta de accionistas con objeto de adoptar algún acuerdo.

La regulación sobre las calificadoras de riesgo

La SVS cuenta con un Registro de Entidades Clasificadoras de Riesgo. Para inscribirse en este registro, dichas entidades deben cumplir con los requisitos establecidos en la ley y en las normas de carácter general de la SVS, sujetas a su fiscalización⁵².

Las calificadoras de riesgo tienen por objeto calificar los valores de oferta pública, y pueden, además, realizar actividades complementarias, si son autorizadas por la SVS.

En dichas sociedades, al menos el 60% del capital debe pertenecer a los socios principales⁵³, que tienen que comprobar ante la SVS que disponen de un patrimonio igual o superior al equivalente a 5.000 unidades de fomento (alrededor de 215.000 dólares).

En el momento de efectuar su registro, las calificadoras de riesgo deben presentar una copia del reglamento interno en que se establece el proceso de asignación de categorías de calificación.

La certificación de las categorías asignadas debe ser otorgada por un socio principal o por su representante. El poder otorgado para certificar las categorías de riesgo asignadas debe adjuntarse a la solicitud de inscripción en el Registro.

Los emisores de oferta pública de valores que emitan títulos de deuda tienen que contar con la calificación continua e ininterrumpida de dichos valores, emitida por, al menos, dos calificadoras de riesgo diferentes. Los emisores que emitan acciones, cuotas de fondos mutuos o cuotas de fondos de inversión pueden someter tales valores a calificación voluntariamente.

Las calificaciones deben actualizarse y hacerse públicas en la forma y con la periodicidad establecidas por la SVS. A su vez, esta puede designar un calificador de riesgo para que efectúe una calificación adicional de los valores comprendidos en una emisión de valores determinada⁵⁴.

Si se considera que la calificadora o sus socios tienen interés en un emisor determinado, dicha calificadora no podrá calificar los valores de ese emisor. Además, los ingresos obtenidos por

⁵¹ En un plazo no superior a tres días hábiles a partir de la entrega del certificado pertinente.

⁵² La Superintendencia aceptará, suspenderá o cancelará inscripciones de agencias calificadoras de riesgo. En estos casos, dicha Superintendencia dictará una resolución, previa audiencia.

⁵³ Son socios principales aquellas personas naturales, jurídicas, del mismo giro o filiales de estas últimas, que individualmente sean dueñas de, al menos, un 5% de los derechos.

⁵⁴ Los emisores cuyos títulos sean calificados podrán sustituir una de las calificaciones que se encuentran obligados a presentar.

la calificación de ofertas públicas de valores obligatorias o voluntarias de un mismo emisor o grupo empresarial no podrán exceder el 15% de los ingresos totales anuales, contabilizados a partir del tercer año desde el registro de la sociedad calificadora. La finalidad de esta disposición es evitar conflictos de interés, así como garantizar la independencia de opinión del calificador.

Las calificadoras tienen que revisar continuamente sus calificaciones, de acuerdo con la información proporcionada voluntariamente por el emisor, o con base en la información de carácter público.

Los títulos de deuda se califican según la solvencia del emisor, la probabilidad de no pago del capital y de los intereses, las características del instrumento y la información disponible para su clasificación. En el caso de títulos de deuda a largo plazo, la calificación se expresa en categorías denominadas con las siguientes letras: AAA, AA, A, BBB, BB, B, C, D y E. En el caso de títulos de deuda a corto plazo, se utilizan las siguientes calificaciones: N-1, N-2, N-3, N-4 y N-5.

La normativa sobre la participación de las administradoras de fondos de pensiones en las juntas de accionistas y en las juntas de tenedores de bonos

La participación de las administradoras de fondos de pensiones (AFP) en las juntas de accionistas, las juntas de tenedores de bonos y las asambleas de proveedores de fondos de inversión está regulada por el artículo 45 bis del Decreto Ley núm. 3500, en que se establece la obligación de las AFP de concurrir a dichas reuniones en representación de los fondos que administran. En estas juntas y asambleas, las AFP deben ser representadas por mandatarios designados por su CA y deben pronunciarse sobre los acuerdos adoptados, dejando constancia de sus votos en las actas y votando a viva voz en las elecciones de directores.

Además, la Superintendencia está facultada para determinar, mediante normas de carácter general, los casos en que las AFP están eximidas de participar en dichas juntas o asambleas. Haciendo uso de esta facultad, mediante instrucciones del Compendio de Normas del Sistema de Pensiones, se ha eximido a las AFP de su obligación de asistir a las juntas de accionistas, las juntas de tenedores de bonos y las asambleas de proveedores de fondos de inversión cuando la inversión en el respectivo emisor represente un porcentaje inferior al 1% del total de las acciones suscritas, o del valor del bono emitido, o de las cuotas suscritas del fondo de inversión, respectivamente. No obstante, una AFP deberá asistir a una junta o asamblea cuando disponga de antecedentes relevantes para elegir un director o para decidir sobre otras materias que la AFP estime de importancia.

Respecto de la elección de directores, a fin de que ellos puedan recibir el apoyo de las AFP, en el artículo 155 del Decreto Ley núm. 3500 se establece que “los directores elegidos con mayoría de votos otorgados por las Administradoras deberán encontrarse inscritos en el Registro que al efecto llevará la Superintendencia”, y se dispone que las AFP no podrán votar por personas que no se consideren independientes de acuerdo con lo establecido en la Ley 18046⁵⁵.

En el Registro de Directores pueden inscribirse personas que no estén sujetas a las inhabilidades para ser director de una sociedad anónima establecidas en los artículos 35 y 36 de la Ley 18046, y que cumplan con los requisitos definidos en la parte B del título IX del libro IV del Compendio de Normas del Sistema de Pensiones, relativos a la acreditación de estudios superiores, técnicos o universitarios, y al mantenimiento de residencia en Chile. Además, los postulantes deben entregar información sobre eventuales relaciones de las AFP y de sus respectivos grupos empresariales con sociedades anónimas abiertas.

⁵⁵ Las condiciones de independencia suponen no haber mantenido, en los últimos 18 meses, vinculación, interés o dependencia económica, profesional, crediticia o comercial, de naturaleza y volumen relevantes, con la sociedad, con las demás sociedades del grupo del que esta forma parte, con su controlador, o con los principales ejecutivos de cualquiera de estas, ni haber sido directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales o asesores de dichas sociedades.

En el artículo 155 del Decreto Ley núm. 3500 se establecen las siguientes restricciones al voto de las AFP en las juntas de accionistas, con el propósito de potenciar la representación de los accionistas minoritarios y de prevenir eventuales conflictos de interés. Así, se prohíbe votar por: i) el controlador de la sociedad o las personas relacionadas a él; ii) los accionistas mayoritarios de la sociedad o las personas vinculadas con ellos, que con los votos de la AFP puedan elegir la mayoría del CA; iii) los accionistas mayoritarios de la AFP o las personas relacionadas con ellos, y iv) los directores o ejecutivos de la AFP o de alguna de las sociedades del grupo empresarial al que esta pertenezca.

El cumplimiento de estas condiciones debe formalizarse mediante una declaración jurada. Una vez ingresados los antecedentes en el Registro, el postulante queda habilitado para ser candidato y recibir el apoyo de las AFP en representación de los fondos de pensiones.

Dado el carácter de inversionistas minoritarios de dichos fondos en las sociedades anónimas, y con el fin de potenciar su capacidad electoral, en el citado artículo 155 se establece que las AFP pueden actuar concertadamente entre sí o con otros accionistas no sujetos a las restricciones señaladas. En el mismo artículo se aclara que las AFP no podrán realizar ninguna gestión que signifique participar en la administración de la sociedad en que hayan elegido uno o más directores.

V. La gobernanza corporativa, los inversores institucionales y la determinación del riesgo de emisión de instrumentos de deuda en el Perú⁵⁶

Jorge Echeandía

A. Introducción

El presente estudio forma parte de la tercera etapa de una investigación liderada por CAF-banco de desarrollo de América Latina, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), enfocada en el análisis de las buenas prácticas de gobernanza corporativa (GC) en los mercados de capitales de los principales países de América Latina y el Caribe, cuatro de los cuales forman parte del naciente Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).

Debido a la consolidación del MILA y al fortalecimiento de la Alianza del Pacífico, se ponen en agenda temas tan relevantes como la gestión de riesgo de las empresas latinoamericanas y las formas de financiamiento de las compañías peruanas, específicamente, su decisión de obtener financiamiento mediante la emisión de deuda en el mercado internacional.

En los últimos años, el Perú se ha consolidado como una plaza muy atractiva para las inversiones internacionales y, por ello, es importante la evaluación continua de su desempeño, manifestado a través de indicadores efectivos para la toma de decisiones de los inversionistas.

En el presente análisis se ha empleado el indicador sobre GC y emisión de deuda empresarial diseñado por la CEPAL, CAF y el BID en una etapa anterior de este proyecto. Este trabajo se enfoca en el examen del rol que cumplen los actores del proceso de emisión de deuda en cuatro empresas peruanas de sectores económicos diferentes: el sector servicios, el sector industrial, el sector gubernamental y el sector financiero.

Como resultado del análisis se podrá comprobar que las prácticas de GC se aplican con un grado de responsabilidad semejante, y que se les atribuye similar importancia, en las diferentes áreas de la

⁵⁶ El autor agradece los comentarios de la doctora Fiorella Torres Tejada, supervisora de la Intendencia General de Supervisión de Conductas de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) del Perú.

actividad empresarial de los países estudiados. No se trata de un ejercicio en que la pauta esté determinada por la obligatoriedad normativa, sino que, por el contrario, las mejores prácticas de dirección y de GC se ponen de manifiesto por voluntad propia de los accionistas y a consecuencia del compromiso genuino de las juntas de accionistas y de los consejos de administración (CA)⁵⁷.

B. La gobernanza corporativa en el Perú

1. Líneas generales

Desde finales de la década de 1990 y especialmente luego de la crisis de 2008, las prácticas de GC se establecieron como las herramientas básicas indispensables para el funcionamiento transparente de una empresa. Hoy un negocio se considera sostenible cuando en la práctica se ha establecido una estructura orgánica adecuada, se han instaurado políticas claras de toma de decisiones y se han establecido niveles de empoderamiento de cada instancia de la gobernanza. A su vez, dicha gobernanza se caracteriza por el respeto y la transparencia entre los socios, el manejo adecuado de las finanzas de la compañía, la aplicación de criterios de endeudamiento reales, la implementación de óptimos mecanismos de control y otros aspectos que permiten transformar un emprendimiento común en una organización sostenible en el tiempo.

No era necesario padecer las conocidas quiebras de empresas multinacionales, bancos de presencia global y firmas de auditoría de primer nivel para comprender la importancia de la GC⁵⁸. Solo basta considerar la cantidad de empresas que cierran sus puertas en poco tiempo por conflictos internos, o aquellas en que se asumen compromisos impagables que finalmente causan su cierre, o las firmas en que se incurre en prácticas irregulares debido a la falta de conocimiento de algún integrante respecto de sus políticas, o por la ausencia de supervisión de las operaciones. Ello no es más que el efecto del mal manejo de la alta dirección, impulsada por intereses o por la falta de experiencia, que resultan en el desconocimiento de variables diversas de la GC⁵⁹.

La Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) define la GC como el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas. Con base en los fines de este estudio, se ha elegido una definición en que se refleja el punto de vista de los inversionistas, según la cual “el gobierno corporativo trata las formas mediante las cuales los proveedores de financiamiento de las sociedades se aseguran a sí mismos el retorno de su inversión” (Shleifer y Vishny, 1997), y es justamente esta posición la que conduce a considerar el buen desempeño de la GC como un instrumento para el crecimiento de las empresas en el marco del proceso de evolución económica experimentado en el Perú.

2. La promoción de la inversión en el Perú

En los años noventa se estableció la pauta del cambio de estructura económica del Perú, definido por la migración a una política económica liberal identificada en la Constitución Política del Perú de 1993 como economía social de mercado. Así, en el artículo 58 de la citada Constitución se afirma: “La iniciativa privada es libre. Se ejerce en una economía social de mercado. Bajo este régimen, el Estado orienta el desarrollo del país y actúa principalmente en las áreas de promoción de empleo, salud, educación, seguridad, servicios públicos e infraestructura”.

⁵⁷ En el Perú, el consejo de administración se denomina directorio, y los consejeros se denominan directores. Las normas de composición y de funcionamiento del CA se detallan en los artículos 153 a 184 de la Ley 26887, o Ley General de Sociedades.

⁵⁸ Más información sobre prácticas ilícitas originadas en el CA puede consultarse en Barkow y Barkow (2011).

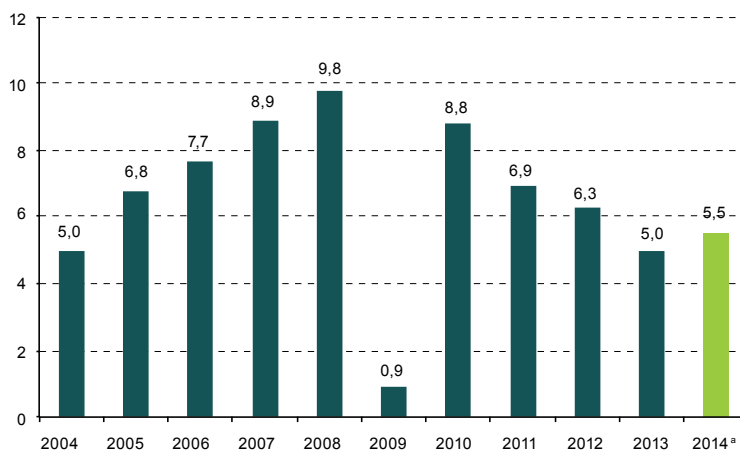
⁵⁹ Dan Ariely muestra las implicancias de la deshonestidad en las empresas y la vida común, que lleva a los empresarios a creer en el corto plazo y en la obtención de resultados inmediatos a cualquier costo, lo que conduce a la implementación de políticas insostenibles en el tiempo. Véase un examen detallado en Ariely (2012).

De igual manera, se fortaleció la libre competencia y se formuló una política para protegerla, que incluyó la creación de una de las instituciones más representativas de la época: el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Propiedad Intelectual (INDECOPI). Esta política también fue establecida en la Carta Constitucional: “El Estado facilita y vigila la libre competencia. Combate toda práctica que la limite y el abuso de posiciones dominantes o monopólicas. Ninguna ley ni concertación puede autorizar ni establecer monopolios” (art. 61).

Era una etapa en que el Perú se encontraba muy alejado del radar de los inversionistas, debido a un nivel de inflación exorbitante y a la inseguridad de las inversiones. En consecuencia, se estableció en el país un mecanismo, amparado por la Constitución, para asegurar la estabilidad de las inversiones en el territorio: “La libertad de contratar garantiza que las partes pueden pactar válidamente según las normas vigentes al tiempo del contrato. Los términos contractuales no pueden ser modificados por leyes u otras disposiciones de cualquier clase. [...] Mediante contratos-ley, el Estado puede establecer garantías y otorgar seguridades. No pueden ser modificados legislativamente, sin perjuicio de la protección a que se refiere el párrafo precedente” (art. 62).

A partir de ese momento, en la economía nacional se abrieron las puertas a la inversión local e internacional, y se inició un crecimiento sostenible que se ha mantenido por más de 20 años, como se muestra en el gráfico V.1, en que puede observarse el comportamiento del producto interno bruto (PIB) durante la última década.

Gráfico V.1
Perú: variaciones anuales del producto interno bruto, 2004-2014
(En porcentajes)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) del Perú.

^a Estimaciones del Banco de Crédito del Perú (BCP).

A pesar de la desregulación de la economía, los mercados financiero y de capitales empezaron a considerar al Estado como un aliado y se sometieron a la regulación de sus sectores. Gracias a la supervisión estatal ha sido posible reducir el riesgo de sufrir catástrofes financieras como las ocurridas recientemente (2008) en los países desarrollados del mundo a causa del desarrollo de prácticas inadecuadas de la alta dirección de las empresas.

Debido a la implementación de estos mecanismos apropiados, basados en la eficiencia y la transparencia, los inversionistas más especializados consideran al mercado de capitales y a la empresa peruana como destinos de inversión atractivos. Así, se incrementó la participación de los inversionistas institucionales, y esto produjo tres efectos importantes:

- i) La división del control: el Estado dejó de ser el ente encargado de administrar todo y de regular los precios y las condiciones de contratación de productos y servicios. En

cambio, se apostó por una fuerte promoción de las concesiones y las privatizaciones. En la empresa ocurrió algo similar: se redujo el peso de la idea primigenia de control total de los propietarios de los negocios, y la propiedad de las empresas se abrió al ingreso de inversionistas externos, a los que se les permitió participar conjuntamente del control.

- ii) La rendición de cuentas: los inversionistas institucionales pasaron a participar activamente en las juntas de accionistas, y comenzaron a ejercer su derecho a voto y a exigir la transparencia de las compañías.
- iii) La estandarización internacional: se promovió la llegada de capital extranjero, y, en consecuencia, las compañías se vieron obligadas a adaptarse a las exigencias y los estándares que rigen las transacciones en el exterior, lo que redundó en un aprendizaje invaluable.

3. La regulación sobre gobernanza corporativa

En el Perú, la regulación específica sobre GC está contenida en diversas normas legales de diferente rango y especialidad. La Ley General de Sociedades (Ley 26887), promulgada en 1997, se considera la matriz en materia de GC, ya que regula la constitución de empresas, la titularidad de acciones, y los órganos de dirección y de gestión (junta general de accionistas, CA y gerencias). En dicha Ley se establecen las responsabilidades correspondientes a dichos órganos directivos, se enumeran los derechos y las obligaciones de los accionistas⁶⁰, y se definen las pautas relativas a la venta de acciones, así como a las fusiones, adquisiciones y escisiones de empresas.

Por otra parte, en el Decreto Legislativo núm. 861 (Ley del Mercado de Valores) y en la Ley 30050 (Ley de Promoción del Mercado de Valores) se definen las reglas de juego relativas a las empresas que participan en la bolsa de valores e inciden en la vigilancia de la transparencia del mercado. De este modo, en dichas normas se establece la obligación de los emisores de informar al mercado sobre el uso de información reservada y de información privilegiada, y se define el deber de reserva que sirve de base al Reglamento de Hechos de Importancia⁶¹.

Además, la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), en cumplimiento de su función de promover y supervisar las buenas prácticas de las empresas que participan del mercado de capitales (MC), emite una serie de dispositivos legales para consolidar este importante canal de financiamiento empresarial⁶².

C. La iniciativa privada: el índice de gobierno corporativo en la Bolsa de Valores de Lima

En la Bolsa de Valores de Lima (BVL) se ha desarrollado una práctica poco común en las demás bolsas del mundo. En su calidad de promotora de buenas prácticas en las empresas que la conforman, ha promovido la creación de un índice para validar la autocalificación de las prácticas de GC de los emisores de valores. La autocalificación se basa en el cuestionario “Información sobre el cumplimiento de los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas”, un documento exigible como anexo por la SMV, que durante 2014 presentará una modificación integral de su contenido y sus parámetros de evaluación.

⁶⁰ Cuando las empresas están constituidas como sociedades de responsabilidad limitada (SRL), no existen acciones sino participaciones, por lo que se elimina el anonimato de los titulares de la empresa. Estas empresas no están autorizadas a cotizar en la bolsa de valores.

⁶¹ Recientemente, la SMV ha emitido un nuevo Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada, necesario para contar con un sistema de información del mercado de valores eficiente, que promueva la transparencia sin desincentivar la participación de los emisores en dicho mercado. De manera acertada, se incluye una lista reducida de asuntos que pueden ser considerados como hechos de importancia, si cumplen las condiciones específicas, en lugar de la larga lista anterior de situaciones que era obligatorio informar.

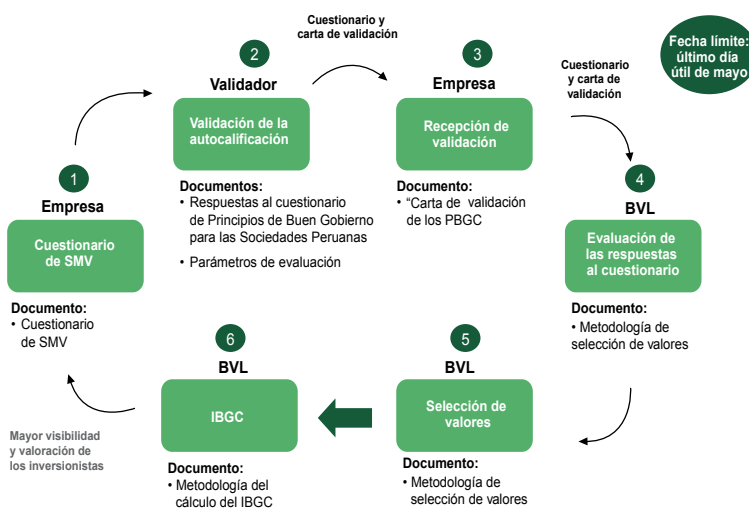
⁶² La regulación de la SMV puede consultarse en la sección sobre normas del sitio web de la Superintendencia [en línea] <http://www.smv.gob.pe>.

De acuerdo con la BVL, el índice de buen gobierno corporativo (IBGC) es un indicador estadístico que refleja el comportamiento de los valores de las empresas emisoras que cumplen adecuadamente con lo establecido en los Principios de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, y que, además, poseen un nivel mínimo de liquidez definido por la BVL.

De este modo, el IBGC es un índice de capitalización que permite estimar los pesos de las acciones en la cartera con base en la capitalización bursátil del capital flotante de esas acciones, ajustados por el nivel de buen gobierno corporativo obtenido. Así, a mayor capitalización bursátil del capital flotante, mayor será el peso que tendrá una acción en el índice.

Para que una empresa pueda participar de la medición del IBGC debe seguir los pasos establecidos por la BVL (véase el diagrama V.1).

Diagrama V.1
Perú: proceso de participación en el índice de buen gobierno corporativo^a



Fuente: Bolsa de Valores de Lima (BVL).

^a La sigla SMV refiere a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV); la sigla PBGC, a los principios de buen gobierno corporativo; la sigla BVL, a la Bolsa de Valores de Lima, y la sigla IBGC, al índice de buen gobierno corporativo.

El IBGC supone un beneficio para el inversionista, en la medida en que le brinda una herramienta adicional que permite evaluar las buenas prácticas de GC de las empresas en que busca invertir su dinero, y seleccionar a las firmas más responsables, reduciendo así el riesgo de su inversión. En lo que respecta al emisor se comprueba algo similar, ya que la obtención de una valoración adecuada en la estimación del índice redundará en un aumento de su atractivo para recibir inversionistas, y, en consecuencia, se incrementará su valor en el mercado. Por último, el índice resulta útil para evaluar sostenidamente el grado de desarrollo del mercado de capitales peruano.

El impacto en los beneficios de las empresas que voluntariamente participan del IBGC es evidente. Cada año, el IBGC supera ampliamente al resto de los indicadores de la BVL. También se registra una diferencia en el margen (*spread*) del 56,81%.

1. Una iniciativa conjunta: el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas

La adopción de prácticas de GC supone diversos efectos positivos, como el respeto de los derechos de los accionistas y de los inversionistas; la generación de valor, solidez y eficiencia en las sociedades; una mejor administración de los riesgos a que dichas sociedades están expuestas; un mayor acceso

al MC; la reducción del costo de capital, y un mayor y mejor acceso a fuentes de financiamiento y de inversión a largo plazo, entre otras ventajas. Estos efectos positivos se evidencian en la solidez y en el atractivo de las inversiones realizadas en las empresas peruanas adheridas a buenas prácticas, y también se comprueban al observar los resultados de diversas estimaciones, como las evaluaciones públicas que valoran el buen gobierno, la sostenibilidad y la inversión responsable, y que distinguen a las empresas más admiradas del país y a las marcas más reconocidas. También cabe considerar al IBGC de la BVL, como un mecanismo de valoración de las buenas prácticas de las empresas.

Mediante la aplicación de buenas prácticas, los inversionistas preservan el valor real de sus inversiones a largo plazo y reducen las asimetrías de la información entre quienes administran la empresa y sus inversionistas, de modo que la relación principal-agente es fluida y transparente.

A fines de los años noventa, en las principales instituciones multilaterales se realizó una serie de estudios que resultaron en sólidas propuestas de regulación para los países que iniciaban su camino en la práctica de la GC, tal como sucedía en América Latina y el Caribe. CAF cumplió un rol protagónico al elaborar documentos para uso regional que sirvieron de eje para la creación de códigos de buen gobierno en diversos países, entre ellos, el Perú.

Como puede apreciarse en el cuadro V.1, elaborado por Deloitte, el camino para la consolidación de la GC en el Perú se ha iniciado hace 15 años y todavía hay trabajo por delante.

Cuadro V.1
Perú: evolución normativa de la gobernanza corporativa, 1999-2014^a

Año	Organismo emisor	Norma
1999	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE)	Primera declaración de principios de gobernanza corporativa
2002	Comité de Alto Nivel de Sectores Público y Privado	Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas
2003	Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) (hoy Superintendencia del Mercado de Valores (SMV))	Resolución Gerencia General N° 096-2003-EF/94.11, en que se incluye el anexo en la Memoria Anual sobre el cumplimiento de los principios del buen gobierno corporativo (PBGC)
2004	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE)	Actualización de la declaración de principios de 1999
2005	CONASEV (hoy Superintendencia del Mercado de Valores (SMV))	Resolución Gerencia General N° 140-2005-EF/94.11 para la declaración en la Memoria Anual sobre el cumplimiento de los principios del buen gobierno corporativo (PBGC)
2008	Bolsa de Valores de Lima	Lanza el Índice de Buen Gobierno Corporativo
2013	Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado (FONAFE)	Nuevo Código de Buen Gobierno Corporativo para las Empresas del Estado
2013	CAF-banco de desarrollo de América Latina	Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo
2014	Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)	Nuevo Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas
2014	Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)	Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada

Fuente: Gerardo Herrera, “Buen Gobierno Corporativo. Código de BGC para las Sociedades Peruanas”, Deloitte, octubre de 2013 [en línea] http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Peru/Local%20Assets/Documents/Procapitales_Nuevo%20codigo_061113.pdf.

En el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas, publicado en 2013, se incorporan los mejores estándares de GC identificados en el ámbito internacional y local, aplicables a la realidad peruana, y se hace especial énfasis en la dinámica de la junta de accionistas (propiedad), del directorio (administración) y de la alta gerencia (gestión ordinaria), así como en una adecuada gestión de riesgos.

La formulación de este Código tiene por objeto fortalecer a las sociedades peruanas, a los inversionistas y a los grupos de interés vinculados con estos. Es un documento dirigido a todas las empresas, independientemente de su tipo societario⁶³.

En palabras de sus autores, este Código “tiene como objetivo acrecentar una verdadera cultura de buena GC en el Perú que mejore la percepción de las sociedades anónimas por parte de los inversionistas, promueva el desarrollo empresarial y contribuya a la generación de valor en la economía peruana, presentando una estructura que busca adecuarse a las necesidades y características propias de nuestro mercado de valores y, en particular, de las sociedades peruanas” (SMV, 2013a).

El Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas se basa en cinco pilares: i) los derechos de los accionistas; ii) la junta general de accionistas; iii) el directorio y la alta gerencia; iv) los riesgos y el cumplimiento, y v) la transparencia de la información.

Además, contiene dos anexos especialmente valiosos: el anexo A, en que se presentan los principios complementarios para empresas del Estado, y el anexo B, sobre los principios complementarios para sociedades familiares.

Mediante este Código se promueve una política de transparencia en la gestión de la empresa, con un importante énfasis en el manejo de riesgos. En particular, en el principio 25 de dicho Código se hace referencia al entorno del sistema de gestión de riesgos: “El Directorio aprueba una política de gestión integral de riesgos de acuerdo con el tamaño y [la] complejidad de la sociedad; define los roles, responsabilidades y líneas de reporte que correspondan; y promueve una cultura de riesgos al interior de la sociedad, desde el Directorio y la Alta Gerencia hasta los propios colaboradores. En el caso de grupos económicos, dicha política alcanza a todas las empresas integrantes del grupo y permite una visión global de los riesgos críticos. La Gerencia General supervisa periódicamente los riesgos a los que se encuentra expuesta la sociedad y los pone en conocimiento del Directorio. El sistema de gestión integral de riesgos permite la identificación, medición, administración, control y seguimiento de riesgos. El Directorio de la sociedad es responsable de la existencia de un sistema de control interno y externo, así como de supervisar su eficacia e idoneidad. Para tal efecto, constituye un Comité de Auditoría” (SMV, 2013a).

Este principio, sumado a los siguientes en que se promueve la creación de un comité de auditoría, marca la pauta respecto de la gestión de riesgos y el autocontrol con miras a fortalecer la responsabilidad del emisor frente a los demás accionistas, o, en el caso analizado aquí, frente a los inversionistas que confían en la dirección adecuada de la empresa.

D. El desarrollo del Mercado Alternativo de Valores

Las prácticas de GC del mercado de valores del Perú se han fortalecido para incorporar nuevos actores en el mercado. El objetivo es incrementar el atractivo de la plaza para aquellos inversionistas interesados en considerar al país como destino de sus fondos.

Además, se han desplegado mecanismos especiales para aumentar las posibilidades de ingreso de pequeñas y medianas empresas (PYME) en la BVL, a fin de que se incrementen sus posibilidades de acceder a financiamiento más barato, con costos de acceso a la BVL reducidos para los participantes. Uno de estos mecanismos es el Mercado Alternativo de Valores (MAV). En una primera etapa, las empresas estarán sujetas a menos requerimientos y obligaciones en cuanto a la presentación de información.

En la norma que regula el MAV se establece el ingreso de empresas con las siguientes características (SMV, 2012): i) operaciones en los últimos 3 años; ii) ventas anuales promedio en

⁶³ De acuerdo con la Ley General de Sociedades, pueden ser sociedades anónimas, sociedades anónimas abiertas, sociedades anónimas cerradas, sociedades civiles, sociedades en comandita o sociedades colectivas. Asimismo, mediante el Decreto Ley núm. 21621 se regula la constitución de las empresas individuales de responsabilidad limitada.

los últimos 3 años inferiores a 71,5 millones de dólares, sin valores listados en la BVL o en bolsas extranjeras, y iii) no obligadas a listar.

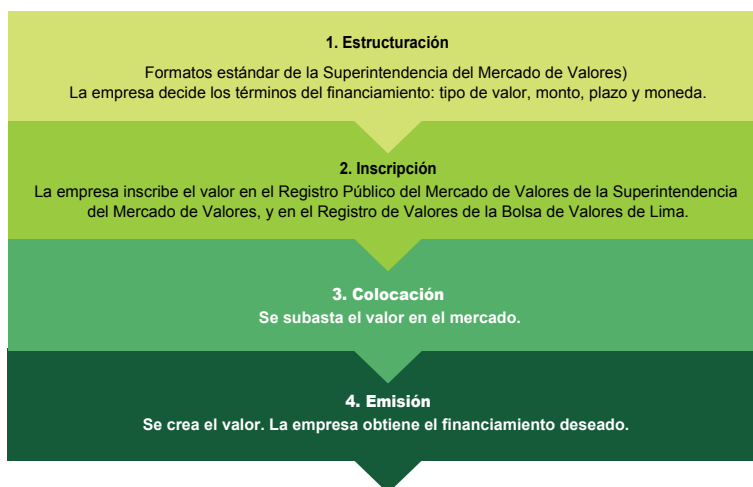
Así, la BVL permite la participación de PYME en este esquema de financiamiento diferente, y promueve el acceso a dinero proveniente de personas conocedoras del negocio del emisor, o bien de inversionistas institucionales que, luego de haber analizado los riesgos, consideran que tomar bonos de las PYME representa una oportunidad financiera. No se trata de acciones de apoyo o responsabilidad social, sino de una oportunidad financiera para ambos participantes, si se considera que el acceso de las PYME al crédito suele ser limitado.

La PYME accede así a mecanismos de crédito más baratos mediante emisión de deuda, siendo la empresa (deudor) la que define las condiciones de pago del crédito, indicadas en el prospecto informativo⁶⁴, sobre la base de su experiencia y su conocimiento de los márgenes de su negocio, así como de los riesgos, las proyecciones y las oportunidades. La firma establece cuánto puede pagar, monto que debe ser financieramente conveniente para dicha firma y para el inversionista.

Otro mecanismo consiste en emitir acciones. La empresa puede disponer de un porcentaje de acciones para inversionistas que deseen tener parte de la propiedad del negocio. Así, se establece el precio de la acción, a fin de ingresar en la rueda de compra y venta del mercado bursátil. De este modo se busca incrementar el valor de la firma como resultado de la atracción de nuevos inversionistas que pasan a tener conocimiento sobre el crecimiento y las actividades internas de la empresa.

En el diagrama V.2 se detallan los pasos del proceso que debe cumplirse para acceder al MAV.

Diagrama V.2
Perú: pasos para acceder al Mercado Alternativo de Valores



Fuente: Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Actualmente, tres empresas peruanas han accedido al MAV, y han captado el interés del mercado: la empresa Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar; A. Jaime Rojas Representaciones Generales S.A., proveedora de equipamiento médico integral, y Tritón Trading S.A., dedicada al alquiler, la venta y el servicio técnico de maquinaria y de equipos portuarios, logísticos y de construcción. De acuerdo con datos de la revista *Semana Económica*, estas firmas han logrado una demanda mayor que la oferta hasta en un 280%.

⁶⁴ En el prospecto informativo se abarcan las siguientes cuestiones: las características de los valores, y los deberes y derechos del titular; el contrato de emisión; la descripción de los factores que signifiquen un riesgo para el inversionista; los datos de la entidad estructuradora y del principal funcionario del emisor; los estados financieros auditados del emisor, con notas explicativas y dictamen (dos últimos años y estados financieros intermedios); el detalle de garantías de emisión, y el procedimiento a seguir en la colocación de valores.

Cuadro V.2
Perú: empresas participantes en el Mercado Alternativo de Valores, 2013-2014

Empresas	Monto adjudicado (en miles de dólares)	Monto demandado (en veces de lo emitido)
Chavín de Huántar Serie A	500	2,8
Chavín de Huántar Serie B	500	1,9
Chavín de Huántar Serie C	500	1,2
Triton Trading	500	1,8
A. Jaime Rojas	1 000	1,2

Fuente: *Semana Económica*, marzo de 2014.

En el cuadro V.3 se presentan los costos aproximados, expresados en dólares, de participar en el MAV⁶⁵.

Cuadro V.3
Perú: costo de la participación en el Mercado Alternativo de Valores, 2013-2014
(En dólares)

Empresas	Inscripción	Colocación y estructuración	Clasificación de riesgo	Total
A. Jaime Rojas	1 680	38 393	18 000	58 073
Triton Trading	829	21 250	8 500	30 579

Fuente: *Semana Económica*, marzo de 2014.

E. Las ofertas públicas dirigidas exclusivamente a los inversionistas institucionales

Sin duda, los inversionistas institucionales tienen un rol protagónico en todas las emisiones que se efectúan en el mercado de valores. Los más activos son las administradoras de fondos de pensiones, los fondos de inversión y la banca privada, que, por su conocimiento en materia de inversión privada, son más flexibles al participar de una emisión de deuda.

En el Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales (SMV, 2013b) se identifica como tales a los siguientes actores:

- Los bancos, las financieras, las compañías de seguros, las cajas de ahorro y crédito, la Entidad para el Desarrollo de la Pequeña y Microempresa, las cooperativas de ahorro y crédito autorizadas a captar dinero del público; las empresas de capitalización inmobiliaria, de arrendamiento financiero, de factoraje (*factoring*), afianzadoras y de garantía, de servicios fiduciarios, y las administradoras hipotecarias; los agentes de intermediación; las administradoras privadas de fondos de pensiones; las sociedades administradoras de fondos de inversión; las sociedades administradoras de fondos mutuos y las sociedades tituladoras.
- Las entidades del exterior que realicen actividades similares a las señaladas en el punto anterior, o los compradores institucionales calificados (*qualified institutional buyers*) a que se hace referencia en la Regla 144A del Acta de Seguridad de 1933 de los Estados Unidos.
- Las entidades prestadoras de salud, la Oficina de Normalización Previsional y el Seguro Social de Salud del Perú (EsSalud).

⁶⁵ Los valores se expresan en dólares a fin de estandarizar la información. En los casos en que la información consultada se expresaba en moneda local (nuevos soles), se consideró un tipo de cambio de 2,80 nuevos soles por dólar.

- Las personas jurídicas de derecho privado o público que tengan como una de sus actividades, de acuerdo con las disposiciones legales o convencionales que las rigen, la inversión en valores. En el caso de personas jurídicas no estatales, será exigible que cuenten con un portafolio de inversiones en valores igual o superior a 1 millón de nuevos soles (357.142 dólares).
- Los fondos y los patrimonios autónomos administrados por las personas señaladas en los puntos anteriores, siempre que la decisión de inversión sea su responsabilidad, y que el patrimonio neto individual del fondo o patrimonio sea igual o superior a 400.000 nuevos soles (142.857 dólares).
- las personas naturales que cuentan con un patrimonio superior a 2 millones de nuevos soles (714.285 dólares), y con un portafolio de inversiones en valores igual o superior a 1 millón de nuevos soles (357.142 dólares).

Las ofertas públicas primarias dirigidas exclusivamente a los inversionistas institucionales son reguladas por las siguientes disposiciones (SMV, 2013b):

- La competencia de la SMV en el procedimiento de inscripción de estas ofertas públicas y de los respectivos valores o programas se circunscribe únicamente a la verificación de la presentación de la documentación o de los requisitos establecidos en el Reglamento.
- Los actos administrativos que dispongan la inscripción de un valor o programa no resultan impugnables administrativamente ni pueden ser objeto de declaración de nulidad por parte de la SMV.
- Son solidariamente responsables con el emisor, frente a los inversionistas, el principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor, así como, en el caso de que participe una entidad estructuradora, tanto esta como su representante, respecto al ámbito de su competencia profesional o funcional, por las inexactitudes u omisiones del prospecto de emisión presentado.
- Una vez colocado el valor de una emisión o de un programa inscrito en el Registro, y mientras este se mantenga inscrito, se aplicarán las siguientes disposiciones: el emisor deberá remitir a la SMV obligatoriamente, a través del sistema MVNet, la información periódica y eventual señalada en el Reglamento, observando los plazos establecidos, y además pondrá a disposición de los titulares de sus valores la información periódica y eventual presentada a la SMV.
- El régimen de presentación de información periódica y eventual que se establece en el Reglamento de Hechos de Importancia sustituye a su predecesor y al de información financiera a que refiere la regulación de la materia, salvo que el emisor tenga valores inscritos en el Registro al amparo de lo establecido en el régimen general o en el del MAV.
- El emisor no tendrá que presentar a la SMV los documentos o la información que la SMV posea en virtud de algún trámite realizado anteriormente.
- Los valores emitidos en el marco del presente régimen únicamente pueden ser objeto de oferta, suscripción, adquisición o colocación, de cualquier tipo o naturaleza, entre inversionistas institucionales.
- En la oferta, suscripción, adquisición o colocación de los valores tienen carácter facultativo y no obligatorio: la participación de una entidad estructuradora, la participación de un agente de intermediación que actúa como colocador y la designación de un representante de obligacionistas.

En el Perú, el rol protagónico corresponde a las administradoras de fondos de pensiones (AFP), que han adquirido deuda en la mayor parte de las emisiones que se han producido en el mercado peruano. El rol que cumplen las AFP es sumamente importante debido a que son inversionistas de alto nivel, así como por el impacto de sus inversiones en los millones de personas cuyos fondos de jubilación administran.

F. La emisión de bonos internacionales

Los bonos son valores representativos de deudas de plazo superior a un año. Pueden ser emitidos por cualquier persona jurídica de derecho privado o de derecho público. En lo que respecta a los bonos corporativos, son emitidos por empresas o corporaciones con la finalidad de obtener financiamiento para el desarrollo de sus proyectos y operaciones (González y Villanueva, 2014, págs. 22 y 23).

El marco general de la emisión de bonos corporativos se establece en la Ley General de Sociedades (art. 304 y siguientes) y en la Ley del Mercado de Valores. Las principales características se detallan a continuación:

- Los bonos son emitidos a un valor nominal, que en la mayoría de los casos es pagado al tenedor en una fecha determinada.
- El monto del bono devenga un interés que puede ser pagado íntegramente al vencimiento o en cuotas periódicas.
- Son obligaciones emitidas principalmente por las sociedades anónimas en un plazo superior a un año.
- Si el monto de la emisión supera el patrimonio de la empresa, deben constituirse garantías específicas por la diferencia.
- Toda emisión de bonos corporativos requiere de la designación de un representante de los obligacionistas.
- En el procedimiento para el rescate anticipado debe garantizarse un trato equitativo a todos los obligacionistas.
- La colocación de bonos debe efectuarse necesariamente a través de un agente de intermediación.

En lo que respecta a las emisiones de bonos en el mercado internacional, estas se registran en el mercado en que los bonos son colocados, es decir, en la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) de los Estados Unidos. La emisión se inscribirá, además, en la SMV solo en el caso de que una parte de esta se dirija también a inversionistas institucionales peruanos.

En el cuadro V.4 se detallan las emisiones peruanas en dólares realizadas bajo la regulación norteamericana hasta la fecha.

Cuadro V.4
Perú: emisores en el mercado internacional, fechas de inscripción y montos emitidos, 2012-2013
(En dólares)

Emisores Regla 144A y Regulación S.		
Emisores	Fecha de inscripción	Monto
Volcan Compañía Minera S.A.A.	17 de enero de 2012	600 000 000
Corporación Financiera de Desarrollo S.A. (COFIDE)	27 de enero de 2012	500 000 000
Corporación Azucarera del Perú S.A. (COAZUCAR)	18 de julio de 2012	350 000 000
BBVA Continental	22 de agosto de 2012	500 000 000
Maestro Perú S.A.	14 de septiembre de 2012	200 000 000
Scotiabank Perú S.A.A.	03 de diciembre de 2012	400 000 000
Fondo MIVIVIENDA S.A.	17 de enero de 2013	800 000 000
Pesquera Exalmar S.A.A.	17 de enero de 2013	200 000 000
BBVA Banco Continental	21 de enero de 2013	300.000.000
Cementos Pacasmayo S.A.A.	25 de enero de 2013	300 000 000
ALICORP S.A.A.	07 de marzo de 2013	450 000 000

Cuadro V.4 (conclusión)

Emisores Regla 144A y Regulación S.		
Emisores	Fecha de inscripción	Monto
Gas natural de Lima y Callao S.A.	14 de marzo de 2013	320 000 000
Compañía Minera MILPO S.A.A.	14 de marzo de 2013	400 000 000
Banco de Crédito del Perú	22 de marzo de 2013	800 000 000
BBVA Banco Continental	02 de abril de 2013	700 000 000
Ferreycorp S.A.A.	11 de abril de 2013	400 000 000
Transportadora de Gas del Perú S.A. (TGP)	15 de abril de 2013	850 000 000
Consorcio Transmantaro S.A.	24 de abril de 2013	450 000 000
Municipalidad Metropolitana de Lima	09 de abril de 2013	189 285 714

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas del Perú.

En casos como el de la Municipalidad Metropolitana de Lima, también se ha emitido deuda en nuevos soles⁶⁶.

De acuerdo con la Superintendencia Adjunta de Investigación y Desarrollo de la SMV, el saldo colocado en circulación de instrumentos de deuda emitidos por oferta pública primaria representaba menos del 3% del producto interno bruto (PIB) peruano en diciembre de 2013, en contraste con el 20% correspondiente al saldo de créditos otorgados por empresas bancarias. Se trata de un mercado altamente concentrado: las emisiones de tan solo 10 compañías representaron más del 50% del total colocado al cierre de 2013. De estas, apenas poco más de la mitad son empresas no financieras.

Los montos negociados con instrumentos de deuda privada han decrecido continuamente desde 2008, en coincidencia con la crisis de las hipotecas *subprime* en los Estados Unidos, y desde entonces no se han recuperado. En 2013, los montos negociados en la bolsa mediante dichos instrumentos representaron solo el 0,4% del PIB, lo que da como resultado una ratio de rotación anual de apenas 0,15 veces. Además, el 91% del monto total negociado correspondió a operaciones de pacto, es decir, menos del 10% se transó en el mercado de negociación continua de aplicación automática.

Esta posición coincide con lo señalado por Pedro Cazorla (2013) en un artículo publicado en *Semana Económica*, quien sostiene que el alto nivel de financiamiento de las empresas peruanas en los primeros cuatro meses de 2013 se debió en gran parte a las perspectivas de crecimiento de la economía peruana y a una coyuntura internacional caracterizada por la alta liquidez.

Sin embargo, a partir de mayo de 2013 el estímulo monetario del Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED), que supuso la introducción de 85.000 millones de dólares⁶⁷ en la economía norteamericana (monto equivalente al 41% del PIB peruano en 2012), frenó significativamente la participación de los inversionistas extranjeros, quienes fueron en busca de retornos más altos que los ofrecidos en los mercados de los Estados Unidos y de Europa, y se dirigieron hacia las economías emergentes, entre ellas, la peruana. En los primeros cuatro meses de 2013, el monto emitido internacionalmente por las empresas del Perú ascendió a 5.375 millones de dólares.

Un caso notable descrito por Cazorla en su artículo es el de Alicorp, una empresa vinculada al Banco de Crédito del Perú (BCP) —a su vez, una de las compañías analizadas en este informe—, que colocó en el mismo año 450 millones de dólares en bonos a 10 años. Esta emisión de bonos internacionales se cerró a una tasa del 3,875%, la tasa más baja registrada en una emisión corporativa

⁶⁶ En el caso de la Municipalidad Metropolitana de Lima la emisión se efectuó en nuevos soles, pero a fin de homogeneizar la presentación de la información se ha indicado el valor en dólares, de acuerdo con el tipo de cambio anteriormente señalado.

⁶⁷ Una vez que la FED inició el recorte gradual del estímulo en junio de 2013, se produjo el cierre de posiciones en instrumentos financieros (títulos de renta fija, principalmente) en las economías emergentes, cuya manifestación inmediata ha sido el incremento de las tasas de interés y de las presiones tendientes al alza del tipo de cambio en estos países.

peruana. Esta operación respondió a una demanda mayor de estos papeles, que alcanzó 3.920 millones de dólares, 8,7 veces la oferta disponible⁶⁸.

El menor dinamismo del mercado de deuda se ha reflejado en el número de transacciones registradas luego del anuncio del retiro de estímulos (*tapering*), ya que no se realizó ninguna colocación desde mayo hasta septiembre de ese año.

En octubre de 2013 se reactivó el mercado de emisión internacional de deuda de empresas peruanas con la colocación de 150 millones de dólares realizada por Inkia Energy a una tasa del 8,38%, y en diciembre de 2013 se efectuó la colocación de bonos de la empresa de generación eléctrica Eten, que utilizará dichos fondos (132,8 millones de dólares) para financiar la construcción y la operación de una nueva central térmica de reserva fría en el Perú —el primer nuevo (*greenfield*) proyecto energético financiado con bonos de proyecto en América Latina—.

Definitivamente se produjo un quiebre en el costo del financiamiento. La tasa de colocación promedio de las emisiones internacionales pasó del 4,54% registrado antes de mayo al 8,70% alcanzado en el período posterior. Por otro lado, el costo del financiamiento local en nuevos soles se incrementó desde un 6,15% hasta un 6,96%, mientras que el costo correspondiente en dólares ascendió hasta un 6,53% desde un nivel del 4,56%, tal como puede apreciarse en el cuadro V.5.

Cuadro V.5
Perú: emisiones de deuda de empresas locales, 2013
(En millones de nuevos soles y en millones de dólares)

Meses	Mercado de emisión nacional ^a e internacional	Monto		Años de plazo	Rendimiento (en porcentajes) ^b
		Nuevos soles	Dólares		
Enero	Fondo MiVivienda ^c		500	10	3,50
	CrediScotia Financiera ^d	50		4	4,72
	Edelnor ^d	50		20	5,13
	Interbank ^d	150		10	5,81
Febrero	BBVA Banco Continental ^c		300	35	2,31
	Cementos Pacasmayo ^c		300	10	4,50
	Pesquera Exalmar ^c		200	7	7,38
	Red de Energía del Perú ^d	77		10	5,13
	Red de Energía del Perú ^d		10	5	4,63
	Banco de Comercio ^d	4		10	10,25
	Copeinca ^c		75	4	6,99
	Marzo	Alicorp ^c		450	10
Marzo	Banco de Comercio ^d	4		10	10,25
	Unacem ^d	60		7	4,94
	Unacem ^d	60		10	5,16
	Mipo ^c		350	10	4,63
	Banco Falabella ^d	75		7	5,22
	Banco Falabella ^d		10	5	4,50
	Abril	TGP ^c		850	15
Banco Continental ^c			500	5	3,14
Consortio Transmantaro ^c			450	10	4,38

⁶⁸ Como indica Cazorla (2013), “Gran parte de este proceso de financiamiento no respondió a inversiones proyectadas, sino a un aprovechamiento de la coyuntura para reducir el costo de fondeo. Esto es, las compañías utilizaron estos fondos recaudados para prepagar deuda existente con el objetivo de incurrir en menores pagos de interés en el futuro. Esta (relativamente) nueva alternativa de financiamiento internacional derivó en un escenario donde las empresas corporativas (precisamente las compañías que contaban con esa alternativa) demandaron menos fondos de mercados alternativos, como la banca local y el mercado de capitales peruano”.

Sin embargo, a pesar del éxito de las emisiones realizadas hasta la fecha, cabe hacer hincapié en los altos costos de transacción, debido a los cuales se reducen las posibilidades de que más empresas utilicen esta estrategia de financiamiento.

Cuadro V.6
Perú: costo de emisión de bonos corporativos en el mercado de capitales, 2013
(En dólares)

Supuestos	Monto de la emisión	Escala 1	Escala 2	Escala 3	Escala 4
		5 000 000	10 000 000	20 000 000	40 000 000
Gastos para efectuar la oferta pública primaria	Estructuración	50 000	50 000	50 000	50 000
	Gastos legales	25 000	25 000	25 000	25 000
	Auditoría externa	20 000	20 000	20 000	20 000
	Contratación de un representante de obligacionistas	5 000	5 000	5 000	5 000
	Contratación de dos clasificadoras de riesgo	20 000	20 000	20 000	20 000
	Otros gastos ^a	3 100	3 100	3 100	3 100
Gastos para efectuar la Oferta Pública Primaria	Inscripción CONASEV	1 286	1 286	1 286	1 286
	Publicación de la resolución en <i>El Peruano</i>	246	246	246	246
	Inscripción Bolsa de Valores de Lima: 0,0375%	1 875	3 750	7 500	18 750
	Inscripción Cavali	100	100	100	100
	Gastos de publicación, registrales y de impresión ^b	3 015	3 015	3 015	3 015
	Comisión de colocación: 0.15%	7 500	15 000	30 000	75 000
Gasto anual de mantenimiento de la emisión	CONASEV: 0,0035% mensual	2 100	4 200	8 400	21 000
	Bolsa de Valores de Lima: 0,002% mensual	1 200	2 400	4 800	12 000
	Cavali: 0,001% mensual (mínimo 100 dólares, máximo 300 dólares)	1 200	1 200	2 400	3 600
	Clasificadoras	36 000	36 000	36 000	36 000
	Representante de obligacionistas: 0,035% anual	1 750	3 500	7 000	17 500
	Auditoría externa	20 000	20 000	20 000	20 000
	Representante bursátil ^c	15 000	15 000	15 000	15 000
Costos totales	Costo total de efectuar la emisión	137 122	146 497	165 247	221 497
	En porcentajes de la emisión	2,74%	1,46%	0,83%	0,44%
	Gasto anual de mantenimiento de la emisión	77 250	82 300	93 600	125 100
	En porcentajes de la emisión	1,55%	0,82%	0,47%	0,25%

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), 2013.

^a Gastos registrales, costo del certificado para el sistema MVNet, gastos de impresión del Prospecto Marco y gastos de preparación de información.

^b Gastos de publicación de la oferta pública primaria en *El Peruano* y en uno de los diarios de mayor circulación, gastos de registro del Contrato de emisión complementario, y gastos de impresión del Prospecto Marco complementario.

^c Costo del personal asignado para el cumplimiento de los requerimientos de información.

Es importante considerar las alternativas de apertura del mercado de bonos, ya que actualmente, de las 300 empresas del país con mayores niveles de ingresos, 178 no participan del MC, ya sea porque no han emitido deuda o porque no poseen un valor mobiliario inscrito en el Registro Público del Mercado de Valores. En estas empresas se alcanzan niveles de ventas anuales superiores a los 100 millones de dólares, y, por lo tanto, su escala de operaciones, su nivel de patrimonio y su capacidad de generación de flujos de caja corresponden a niveles de apalancamiento superiores a los montos mínimos requeridos para realizar una emisión eficiente en el MC.

G. Las empresas analizadas

Con la finalidad de realizar una evaluación profunda de las prácticas de GC de las firmas emisoras de valores mobiliarios, se ha analizado el desempeño de cuatro empresas peruanas pertenecientes a diversos sectores del mercado, que han emitido deuda en el mercado internacional. Dichas empresas son: la Corporación Lindley S.A., del segmento industrial y de consumo masivo; Ferreycorp S.A.A., del sector de servicios; la Corporación Financiera de Desarrollo S.A. (COFIDE), del sector gubernamental, y el Banco de Crédito del Perú S.A. (BCP), del sector financiero.

Estas empresas cumplen con la presentación de información requerida por la SMV respecto de la observancia de sus prácticas de GC, que se detallan tanto en sus informes especializados sobre la materia como en las respectivas memorias anuales de 2013, en que se hace referencia a aspectos destacados del funcionamiento y de las políticas de la alta dirección de las empresas⁶⁹.

Además, las calificadoras de riesgo constituyen una fuente de información valiosa, pues publican los resultados de las evaluaciones que realizan para estudiar las prácticas de gestión, dirección y control de las empresas.

Es importante destacar que, de las cuatro empresas analizadas, dos de ellas, Ferreyros y Credicorp⁷⁰, se encuentran registradas en el IBGC de la BVL. En lo que respecta a COFIDE, también es considerada por la BVL como una empresa que cumple con los estándares adecuados de GC, si bien no integra el índice por factores de bursatilidad.

El mercado de valores peruano está muy concentrado en un pequeño grupo de empresas activas. Actualmente existen poco más de 200 empresas peruanas con valores listados en bolsa que potencialmente podrían emitir deuda en el MC. De acuerdo con información financiera del ejercicio 2012, el 10% de las empresas más pequeñas contaban con activos inferiores a 31 millones de dólares y en conjunto concentraban el 0,13% del total de activos, mientras que el 10% de las empresas más grandes tenían activos que superaban en cada caso los 2.000 millones de dólares, y en conjunto poseían el 62,5% del total de activos.

En este escenario, debido a que se registra cierta homogeneidad en las prácticas de GC de las pocas empresas peruanas emisoras de deuda internacional, los criterios de selección se basaron en el sector económico al que pertenece cada una de las firmas, a fin de que la selección fuese acorde a las muestras consideradas en los demás países integrantes del proyecto, así como a la materia de análisis, y a la cantidad y la calidad de la información pública que las empresas ponen a disposición del mercado.

1. Corporación Lindley S.A.

a) Los antecedentes

El surgimiento de Lindley S.A. data de 1910, cuando se fundó la Fábrica de Aguas Gaseosas La Santa Rosa de José R. Lindley e Hijos S.A. Posteriormente se crearon sociedades vinculadas económicamente en los segmentos inmobiliario, de fabricación y comercialización de jugos, néctares y pulpas de fruta, y de distribución y transporte de bebidas carbonatadas, jugos y néctares de fruta. Finalmente se creó la Corporación José R. Lindley S.A. (CJRL).

⁶⁹ Los informes especializados y las memorias anuales de cada una de las empresas consideradas pueden consultarse tanto en el sitio institucional de la SMV [en línea] www.smv.gob.pe, como en el sitio institucional de la BVL [en línea] www.bvl.com.pe.

⁷⁰ El BCP es el principal activo del grupo Credicorp.

En 1999, CJRL celebró acuerdos comerciales con The Coca-Cola Company y pasó a formar parte del sistema mundial de la empresa Coca-Cola.

En una Junta de Accionistas del 19 de septiembre de 2005 de la CJRL se aprobó la fusión de las sociedades ELSA, EPSA, SOCAP y SIJRL. Gracias a esta decisión estratégica se produjeron sinergias que se reflejan en más de 50 proyectos de ahorro y de mejoras operativas, con reducciones muy significativas de la inversión.

b) El gobierno corporativo

El grupo económico de CJRL está conformado por las empresas Corporación Lindley S.A. y Embotelladora La Selva S.A.

En marzo de 2013 se aprobó la inclusión del cargo de vicepresidente del Directorio y la elección de dos nuevos directores independientes, ampliándose así en un tercio el número de miembros del Directorio. En una sesión de noviembre del mismo año, en la Junta General Extraordinaria de Accionistas se acordó otorgar el cargo de presidente ejecutivo, nombrando a Johnny Lindley Suárez, actual gerente general.

CJRL es una empresa familiar y, por lo tanto, en su política de gobernanza se consideran variables especiales. A fin de separar el ámbito familiar del empresarial se han instituido instancias adecuadas, como una asamblea familiar y un consejo de familia. Además, las políticas familiares se documentan en un protocolo, y se han establecido las vías de seguimiento y de control de las decisiones que impactan en los familiares que participan de la actividad empresarial.

Tal como se señala en un informe previo elaborado por CAF, “El éxito de Lindley se explica no solo por el esfuerzo empresarial, la debida planificación, trabajo y pasión por la excelencia de su gente, sino también por operar con buenas prácticas de GC, que han sido interiorizadas en el tiempo por la alta Dirección y difundidas a todos sus colaboradores” (CAF y BVL, 2014).

c) La colocación de bonos corporativos en el mercado internacional

En noviembre de 2011 se logró el financiamiento del plan de inversiones de la firma, así como la reestructuración del pasivo financiero a través de la exitosa emisión y colocación de bonos según lo establecido en la Regla 144A de la SEC de Nueva York por un total de 320 millones de dólares. La operación atrajo el interés de inversionistas de América Latina, los Estados Unidos, Europa y Asia.

En una Junta General Extraordinaria de Accionistas celebrada en abril de 2013 se aprobó una operación de financiamiento en el MC internacional por un monto de hasta 260 millones de dólares. Esta operación de financiamiento internacional, que se realizó mediante la emisión de bonos del tipo 144A/Reg. S a una tasa del 4,625% a 10 años, fue estructurada por los bancos JP Morgan y Citibank. La demanda de los inversionistas internacionales ante esta operación fue mayor que la emisión (se superó 9,4 veces el monto de la emisión).

El propósito de la captación de fondos por medio de la emisión de bonos consistió en lograr la proyección de CJRL y su consolidación como una empresa de clase mundial, mediante la culminación de las obras del almacén de producto terminado de la Planta Trujillo, totalmente automatizado, y el inicio del proyecto de la megaplanta Pucusana, orientada a cubrir las necesidades futuras de la demanda de Lima y de ciudades del centro del país, cuya obra civil, así como la instalación de maquinarias, están en pleno proceso, con miras a su puesta en marcha a fines del ejercicio 2014. Este proyecto de infraestructura será complementado con el desarrollo del proyecto de megaalmacenes ubicados en el norte, el centro y el sur de la ciudad de Lima, que se completará en el ejercicio 2014.

Al haber realizado una emisión de bonos internacionales registrada en la SEC, Lindley está sujeta al cumplimiento de las disposiciones de transparencia y buenas prácticas que, en materia de GC, se incluyen en la ley estadounidense conocida como Ley Sarbanes-Oxley.

2. Banco de Crédito del Perú S.A.

a) Los antecedentes

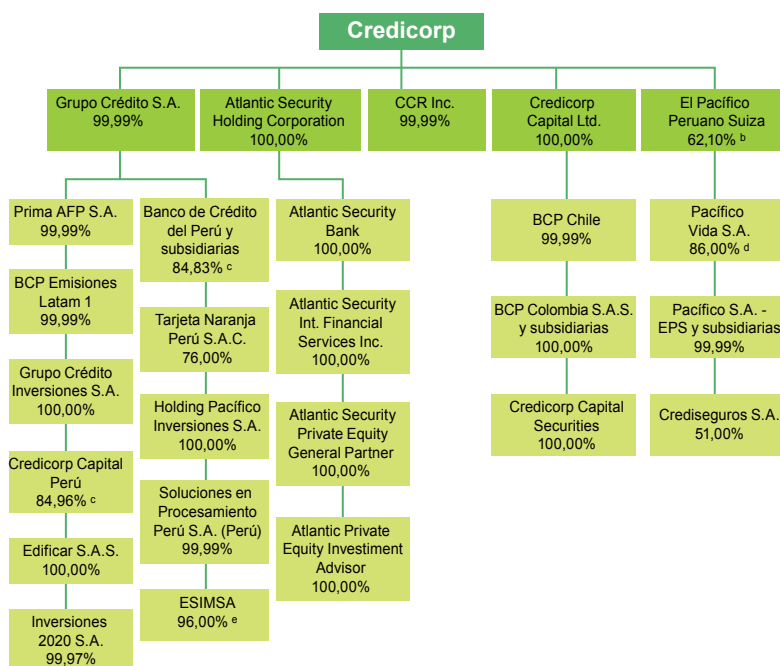
El BCP, fundado en 1889 como el Banco Italiano, es la institución líder del sistema financiero peruano, y constituye el banco comercial más antiguo del Perú y el principal activo del grupo principal Credicorp.

Esta institución lleva adelante los principales negocios bancarios del grupo y cuenta con una serie de subsidiarias que ofrecen productos específicos. Las principales son la Financiera Edyficar y el Banco de Crédito BCP de Bolivia (Estado Plurinacional de).

b) El gobierno corporativo

Credicorp constituye un grupo de empresas (*holding*), y es el principal accionista de las siguientes firmas: Grupo Crédito, Atlantic Security Holding Corporation, El Pacífico Peruano Suiza, Credicorp Capital Ltd. y CCR Inc. Fundada en Bermuda en 1995, el principal objetivo de la firma es dirigir en forma coordinada el diseño y la ejecución de los planes de negocios de sus subsidiarias con la finalidad de desarrollar una banca y brindar servicios financieros universales en el Perú, y de diversificarse selectivamente en la región. Credicorp realiza sus negocios exclusivamente a través de sus subsidiarias.

Diagrama V.3
Perú: estructura de Credicorp, septiembre de 2013 ^a



Fuente: BCP Capital Financial Services S.A./Credibolsa SAB, "Prospecto Marco Bonos Corporativos", 4 de septiembre de 2013 [en línea] [http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/BCP%20-%20Corporativos%2004.09.13%20\[FIRMAS\].pdf](http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/BCP%20-%20Corporativos%2004.09.13%20[FIRMAS].pdf).

^a Todos los valores presentados en el diagrama expresan el porcentaje de participación del accionista mayoritario directo.

^b La participación del Grupo Crédito es del 36,35%.

^c La participación de Credicorp es del 12,73%.

^d La participación de Credicorp es del 14,00%.

^e La participación de Soluciones en Procesamiento es del 2%, al igual que la de Inversiones 2020.

En consonancia con la evolución de la economía del país, las colocaciones de la firma expresadas en dólares americanos se incrementaron un 7,5% en 2013, los ingresos netos por intereses crecieron

un 13,7% ese año, y las comisiones por servicios bancarios aumentaron un 4,6%. En estas cifras se incorpora la distorsión ocasionada por la depreciación de la moneda peruana a mediados de 2013.

Ese mismo año, la empresa mantuvo un buen desempeño debido a dos causas principales:

- i) El aumento del 13,7% del ingreso neto por intereses y dividendos con relación al nivel registrado en 2012, resultante de la expansión, expresada en saldos promedio diarios, del 11,9% del portafolio de banca mayorista y del 9,3% del de banca minorista. De este modo se contrarrestó el incremento de las provisiones (+20%) y de los gastos por intereses (+14,4%).
- ii) El crecimiento del 5,7% de los principales ingresos no financieros (excluidas las ganancias por venta de valores y otros ingresos), en que se destaca la expansión del 4,6% de las comisiones por servicios bancarios, y el aumento del 9,6% de las ganancias por operaciones de cambio, atribuible a la mayor volatilidad cambiaria experimentada durante 2013.

En lo que respecta a la GC y la gestión, cabe destacar los siguientes logros:

- Se consolidó el despliegue de la gestión corporativa del riesgo operativo, el riesgo de mercado, la gestión de seguros y el riesgo de crédito de la banca mayorista.
- Se amplió el alcance de la función de validación, al incorporarse la revisión de las herramientas de fijación de precios (*pricing*) de la banca minorista.
- Se creó el Comité de Modelos (comité técnico) en el marco de la gobernanza de modelos, a fin de disponer de un proceso pautado para la ejecución idónea del desarrollo, la implementación, la integración a la gestión, el monitoreo y la validación de los modelos de riesgo de crédito.

Por otra parte, la Gerencia de División Cumplimiento Corporativo tiene la responsabilidad de asegurar que en el BCP se cumpla con las regulaciones locales e internacionales, y se mantengan los más altos estándares de ética, integridad y conducta profesional en las empresas de los países en que la firma tiene presencia. Para ello se cuenta con un equipo de 77 profesionales ubicados en el Perú, Panamá y los Estados Unidos.

En 2013 se implementó el Programa de Cumplimiento Normativo, que ha permitido incorporar mejores controles internos en los procesos de las empresas del grupo, a fin de cumplir en forma adecuada con las exigencias regulatorias.

Este Programa también se ha orientado al cumplimiento de los requerimientos de regulaciones de gran impacto local, como la Ley de Protección de Datos Personales (LPDP) y la Ley de Seguridad y Salud en el Trabajo (LSST), y de alcance internacional, como la Ley de Prácticas Corruptas en el Extranjero (FCPA), la Ley de Cumplimiento Fiscal de Cuentas en el Extranjero (FATCA) y la Ley Dodd-Frank.

En el BCP se ha desarrollado un programa contra la corrupción y el soborno, acorde a los requerimientos de la FCPA, las regulaciones locales y otras disposiciones como la Ley Bribery del Reino Unido. En este Programa se incluye un sistema de denuncias, que constituye un canal de comunicación para que los colaboradores, proveedores, clientes, inversionistas y demás personas interesadas puedan informar situaciones de fraude o dolo, malas prácticas contables, o violaciones del código de ética y de otras políticas conductuales.

Dicho sistema es monitoreado de manera centralizada para asegurar su alineamiento con las mejores prácticas de conducta ética, su transparencia y su adhesión a las disposiciones de la Ley Sarbanes-Oxley.

c) La colocación de bonos corporativos en el mercado internacional

En lo que respecta a las operaciones de fondeo estructural realizadas en 2013, destacan la emisión de bonos corporativos internacionales BCP 2013 por un total de 350 millones de dólares; la reapertura del bono subordinado BCP 2027 por 170 millones de dólares, y el intercambio de bonos BCP 2016 emitidos en 2011 por bonos BCP 2023 recientemente emitidos, en una operación que agregó

366,3 millones de dólares nominales al bono BCP 2023, el cual alcanzó un monto total emitido de 716,3 millones de dólares. Gracias a estas operaciones fue posible ampliar la base de inversionistas internacionales del BCP y alcanzar un calce eficiente del balance de monedas, así como aprovechar la coyuntura de tasas históricamente bajas del MC internacional.

Además, en marzo se realizó una operación del tipo préstamo sindicado por 150 millones de dólares en el mercado asiático. Dicha operación, junto con otras medidas, permitió al BCP manejar eficientemente el perfil de vencimientos de deuda a largo plazo y afrontar el crecimiento de la cartera de colocaciones.

d) La calificación de riesgo

Las empresas calificadoras de riesgo Apoyo & Asociados Internacionales y Equilibrium Clasificadora de Riesgo decidieron otorgar a los bonos del BCP la calificación AAA. Asimismo, las calificadoras internacionales de riesgo Moody's, Standard & Poor's y Fitch Ratings otorgaron a los bonos del Banco calificaciones muy saludables: P-2, F-2 y A-2, respectivamente.

3. Ferreycorp S.A.A.

a) Los antecedentes

En sus más de 90 años de existencia, Ferreycorp, fundada en 1922, ha experimentado una serie de transformaciones con el objetivo de adecuarse a un entorno cambiante, así como para atender las necesidades de sus clientes en las mejores condiciones, seguir generando más empleos y asegurar a sus accionistas un atractivo retorno de la inversión.

Desde sus primeros años, la firma se dedicó a la comercialización de una serie de productos de consumo, y en 1942 inició la representación de Caterpillar en el Perú, vínculo que se ha fortalecido por más de 70 años. Hoy la labor que realiza la empresa es reconocida por su principal representada, líder mundial en maquinaria.

Desde la década de 1990, las actividades de las empresas de la corporación se han concentrado en la provisión de bienes de capital y de servicios complementarios, que son utilizados por sus clientes en actividades extractivas (minería, petróleo y pesca), en actividades productivas (agricultura e industria), y en actividades del sector terciario (construcción, energía, comercio y transporte).

La reorganización societaria realizada en 2012 dio lugar a una estructura empresarial encabezada por un grupo de empresas, Ferreycorp, matriz de un total de 15 subsidiarias, cada una de las cuales desarrolla un foco de negocios particular y opera con cierta especialización en el ámbito de los bienes de capital y los servicios relacionados.

Como parte de esta reorganización, en julio de 2012 se creó la subsidiaria Ferreyros S.A., que asumió las operaciones comerciales de la empresa antes denominada Ferreyros S.A.A., y se concentró exclusivamente en sus actividades de negocio, desligándose del rol de empresa matriz que desempeñaba anteriormente.

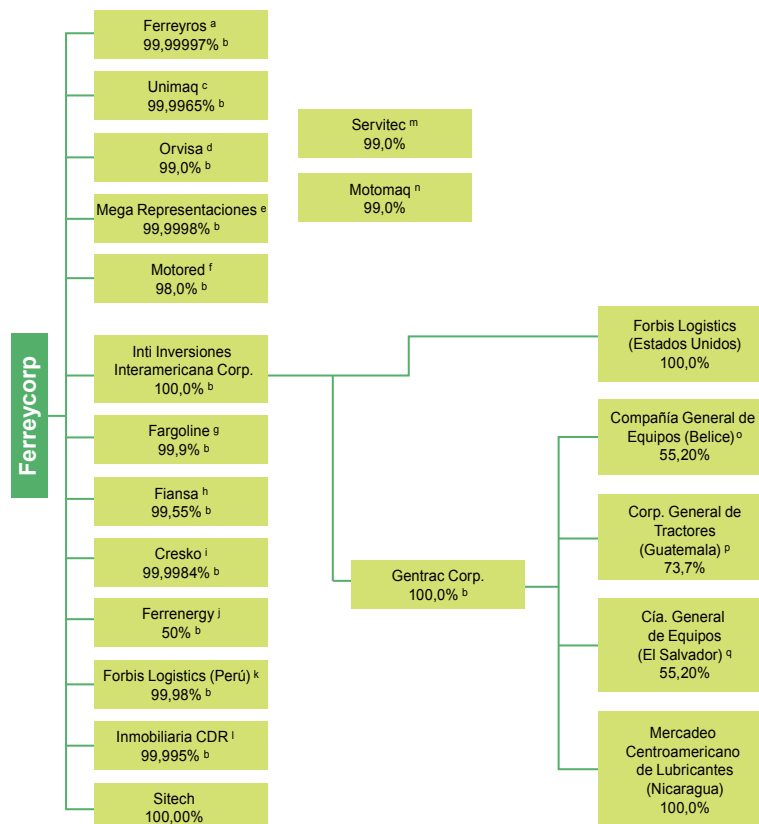
El objetivo de la corporación Ferreycorp es atender, a través de sus empresas subsidiarias, las crecientes necesidades de sus clientes en los sectores más dinámicos de la economía, mediante la provisión de bienes de capital de marcas líderes y de gran prestigio, así como de una serie de servicios que les permitan lograr una mayor eficiencia y productividad. Las empresas de Ferreycorp tienen por objeto potenciar permanentemente la propuesta de valor realizada a sus clientes, mediante un portafolio cada vez más completo de productos y servicios, sustentado en el desarrollo de nuevos negocios relacionados y con altas sinergias en la producción de bienes de capital.

El conocimiento que Ferreyros adquiere de sus clientes y sus factores críticos de éxito son puestos al servicio de otras subsidiarias con capacidad de atender algunas otras necesidades de los clientes,

con el fin de facilitar sus labores relacionadas con los bienes de capital. Las empresas subsidiarias complementan su cobertura y su despliegue logístico, entre otras capacidades, al lograr sinergias en favor de los clientes de la corporación. La estrategia de negocio de Ferreycorp, además de orientarse a que los clientes alcancen la eficiencia, apunta a impulsar su propio dinamismo y crecimiento, tal como ha sucedido en los últimos 10 años, en que sus ventas han aumentado más del 700%.

Los negocios de la corporación Ferreycorp se distribuyen en tres grandes divisiones (véase el diagrama V.4).

Diagrama V.4
Perú: estructura de Ferreycorp



Fuente: Ferreycorp.

^a La participación de Fargoline es del 0,000015%, al igual que la de Unimaq.

^b El valor expresa el porcentaje de participación del accionista mayoritario directo.

^c La participación de Fargoline es del 0,00175%, al igual que la de Ferreyros.

^d La participación de Ferreyros es del 1%.

^e La participación de Unimaq es del 0,0002%.

^f La participación de Unimaq es del 2%.

^g La participación de Orvisa es del 0,1%.

^h La participación de Orvisa es del 0,5%.

ⁱ La participación de Unimaq es del 0,0016%.

^j La participación de Energy International Corporation es del 50%.

^k La participación de Unimaq es del 0,02%.

^l La participación de Unimaq es del 0,005%.

^m La participación de Ferreycorp es del 1%.

ⁿ La participación de Servitec es del 1%.

^o La participación de Compañía General de Equipos (que, a su vez, es propiedad de Ferreycorp en un 100%) es del 44,8%.

^p La participación de Compañía General de Equipos (que, a su vez, es propiedad de Ferreycorp en un 100%) es del 26,3%.

^q La participación de Inti Inversiones Interamericanas Corp. es del 0,01%.

Las empresas representantes de Caterpillar y de marcas asociadas en el Perú (Ferreyros, Unimaq y Orvisa) generaron el 81% de las ventas consolidadas, mientras que aquellas dedicadas a la comercialización de Caterpillar y de marcas aliadas en el exterior (Gentrac en Guatemala, Cogesa en El Salvador, Gentrac en Belice y Mercalsa en Nicaragua) representaron el 9% de las ventas. Finalmente, las empresas que complementan la oferta de bienes y servicios para los diferentes sectores productivos (Motored, Cresko, Mega Representaciones, Fiansa, Ferrenergy, Fargoline y Forbis) aportaron un 10% a las ventas.

b) El gobierno corporativo

Ferreycorp es una empresa líder en GC y, probablemente, la más premiada en el Perú. Es miembro del Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana de la OCDE e integrante del mencionado IBGC de la BVL. Además, en 2011 y 2012 ha sido reconocida con el premio internacional a la gobernanza corporativa financiera (World Finance Corporate Governance Awards) y con Premios Garrigues-Affinitas de Buen Gobierno Corporativo en América Latina. En el ámbito local también ha recibido diversos premios y reconocimientos⁷¹.

Como parte de su labor de vigilancia y promoción de buenas prácticas de GC, la estructura empresarial de Ferreycorp cuenta con un Comité de Desarrollo Organizacional y Gobernanza Corporativa, encargado de apoyar a la gerencia en la adecuación de la estructura organizacional de la sociedad a los cambios, así como en la evaluación del desempeño, la capacitación y la realización profesional del personal ejecutivo de la empresa. En materia de GC, su función es velar por el cumplimiento de las buenas prácticas. Sus atribuciones son las siguientes:

- supervisar los programas de desarrollo organizacional, mediante la elaboración de informes sobre la estructura administrativa y los programas de recursos humanos;
- supervisar los programas de administración de desempeño, la política salarial y los programas de capacitación y desarrollo, entre otros;
- aprobar la contratación de los ejecutivos principales y la escala salarial de los puestos gerenciales y de ejecutivos, así como monitorear la supervisión que la Gerencia General realiza de su desempeño;
- supervisar la efectividad de las prácticas de GC de acuerdo con las cuales opera la firma, y proponer o aprobar mejoras de dichas prácticas;
- revisar la autoevaluación de los 26 Principios de Buen Gobierno Corporativo presentados en la memoria anual de la sociedad;
- supervisar la política de información de hechos de importancia, y de información privilegiada y reservada, e
- identificar las posibles fuentes de conflictos de interés entre la administración, los directores y los accionistas, así como supervisar el seguimiento realizado por la gerencia respecto de esta cuestión.

c) La colocación de bonos corporativos en el mercado internacional

En 1962, con el fin de sustentar su crecimiento, los accionistas decidieron abrir su accionariado e inscribir la firma en la BVL, y así sentaron las bases para convertirla en una empresa de accionariado difundido que hoy cuenta con más de 3.000 accionistas.

⁷¹ Véase la sección sobre reconocimientos incluida en la sección sobre gobierno corporativo del sitio web institucional de la empresa [en línea] <http://www.ferreycorp.com.pe/gobierno-corporativo/reconocimientos/de-instituciones-locales>.

En 1994, la firma amplió su participación en el MC a través de colocaciones de bonos corporativos y de papeles comerciales. Se convirtió en un participante destacado de dicho mercado, en que actúa con éxito y cuenta con demanda de inversionistas. A partir de 1995 en la empresa se llevaron a cabo importantes inversiones para mejorar oficinas y talleres, así como para entrenar al personal de servicio a fin de poder atender los contratos de mantenimiento y de reparación de las flotas de camiones mineros que ingresan al país para operar en la gran minería a cielo abierto, que se despliega gracias a las concesiones otorgadas luego de la privatización de las empresas mineras en los años noventa. Posteriormente se decidió incursionar en la venta de maquinaria para la minería subterránea, luego de la compra de Caterpillar.

En 1997, en respuesta al crecimiento experimentado, la firma realizó una exitosa colocación nacional e internacional de acciones, y de este modo incrementó su capital en 22 millones de dólares.

El principal reto de la corporación en materia de gestión financiera en 2013 fue completar su primera emisión de bonos corporativos en el mercado internacional por un monto de 300 millones de dólares. Esta operación, realizada en abril de 2013, constituyó la primera emisión de instrumentos de renta fija de Ferreycorp en el mercado internacional, luego de 30 años de participación en el MC peruano.

Como parte de este proceso, se realizó una presentación itinerante (*road show*) con inversionistas en América Latina, los Estados Unidos y Europa. El monto recaudado mediante esta emisión, con una tasa anual del 4,875%, fue utilizado para reperfilar la deuda de un plazo promedio de tres años con amortizaciones a un solo pago de capital al vencimiento del bono (*bullet*), a siete años. Esto permitió a la corporación liberar líneas de crédito a corto plazo y cubrir sus necesidades a medio plazo por los próximos dos años.

Los bonos recibieron la calificación BB+ (perspectiva estable) de las agencias internacionales Moody's y Standard & Poor's. La respuesta de los inversionistas, muy positiva, se reflejó en una demanda cinco veces superior al monto colocado, y en el respaldo de los inversionistas extranjeros y locales.

La operación se realizó con la asesoría del Bank of America Merrill Lynch y del J.P. Morgan, que participaron como *joint book runners* y *joint lead managers*, es decir, como bancos suscriptores y responsables de la promoción de los valores emitidos, a los que se sumó Credicorp Capital como *joint lead manager*. También participó Credibolsa como agente de colocación local en el Perú. Tanto la emisión como la colocación de bonos se produjeron bajo la Regla 144A y la Regulación S del Acta de Seguridad de 1933 de los Estados Unidos.

Al establecerse que los bonos tendrán una vigencia de siete años a partir de la fecha de emisión se ha posibilitado que las empresas de la corporación mejoren el vencimiento de sus deudas y las condiciones de sus créditos, y se ha promovido la liberación de líneas de crédito en los bancos a fin de que las firmas puedan afrontar sus necesidades de flujo de caja para permitir el desarrollo de sus actividades, principalmente, las importaciones de los bienes que distribuyen. Estos bonos representan aproximadamente un 50% del total del financiamiento requerido. El 50% restante está conformado por líneas de crédito establecidas por medio de bancos locales y extranjeros, de Caterpillar Financial Services y del MC local.

En abril de 2013, Ferreycorp emitió en el mercado internacional bonos por 300 millones de dólares.

La ratio de endeudamiento total, que ascendió a 0,36 al 31 de diciembre de 2012, fue de 0,75 al 31 de diciembre de 2013.

4. Corporación Financiera de Desarrollo S.A.

a) Los antecedentes

COFIDE, creada en marzo de 1971 por Decreto Ley núm. 18807, se encuentra inscrita en la Ficha núm. 1108 del Registro de Personas Jurídicas de la Oficina Registral de Lima y Callao.

Se creó originalmente como empresa pública dentro del sector de economía y finanzas. Posteriormente, por Decreto Legislativo núm. 206 (Ley del Sistema de Fomento y Apoyo Financiero al Desarrollo Empresarial), se transformó en una empresa estatal de derecho privado bajo la forma de sociedad anónima, mediante escritura pública de transformación, reducción y capital pagado.

Más adelante, mediante el Decreto Supremo núm. 25694 de agosto de 1992, COFIDE fue creada como banco de segundo piso con el encargo de realizar actividades de apoyo y de financiamiento a la pequeña empresa y la microempresa urbana y rural.

Por su naturaleza de banco de segundo piso, COFIDE no puede captar directamente depósitos del público, ni puede realizar ningún tipo de colocación directa. Desde 1992 hasta la actualidad, el número de intermediarios financieros ha crecido de 28 a 61, incluidos bancos, financieras, empresas de arrendamiento financiero, cajas municipales, cajas rurales, cooperativas y la Entidad para el Desarrollo de la Pequeña y Microempresa.

Como banco de segundo piso, la institución ha agilizado y diversificado sus actividades de financiamiento y se ha convertido en una de las promotoras del crecimiento económico del país. En COFIDE se desarrollan programas que financian actividad privada en todas sus etapas y en todos los sectores productivos, que abarcan líneas de apoyo a la inversión, líneas de capital de trabajo, líneas de crédito especiales para comercio exterior, programas hipotecarios, programas de capacitación y desarrollo tecnológico, y un apoyo intenso a las PYME.

b) El gobierno corporativo

De acuerdo con lo establecido en la ley⁷², las empresas del Estado como COFIDE⁷³ se guían por los principios de buen GC aprobados por el Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado (FONAFE), y despliegan su actividad con base en el respeto a los criterios, las prohibiciones y los deberes éticos exigidos por la conducta de sus trabajadores. En atención a esta norma, el Directorio tiene el compromiso de monitorear y dar seguimiento a los indicadores de gestión y de desempeño vinculados con los objetivos de la institución.

Al contar con un Código de Buen Gobierno Corporativo aprobado en sesión de directorio, COFIDE solicita evaluaciones externas para medir el desempeño e identificar las áreas a mejorar para lograr el nivel óptimo de dirección y de inversión responsable. Una muestra del compromiso de la firma respecto de la GC ha sido el reconocimiento otorgado por la BVL por haber superado el puntaje mínimo del IBGC.

c) La colocación de bonos corporativos en el mercado internacional

COFIDE desempeña un papel importante en el mercado de dinero y participa activamente en el mercado de capitales peruano, en que administra sus propios recursos y los de terceros, encargados a través de fideicomisos y comisiones de confianza.

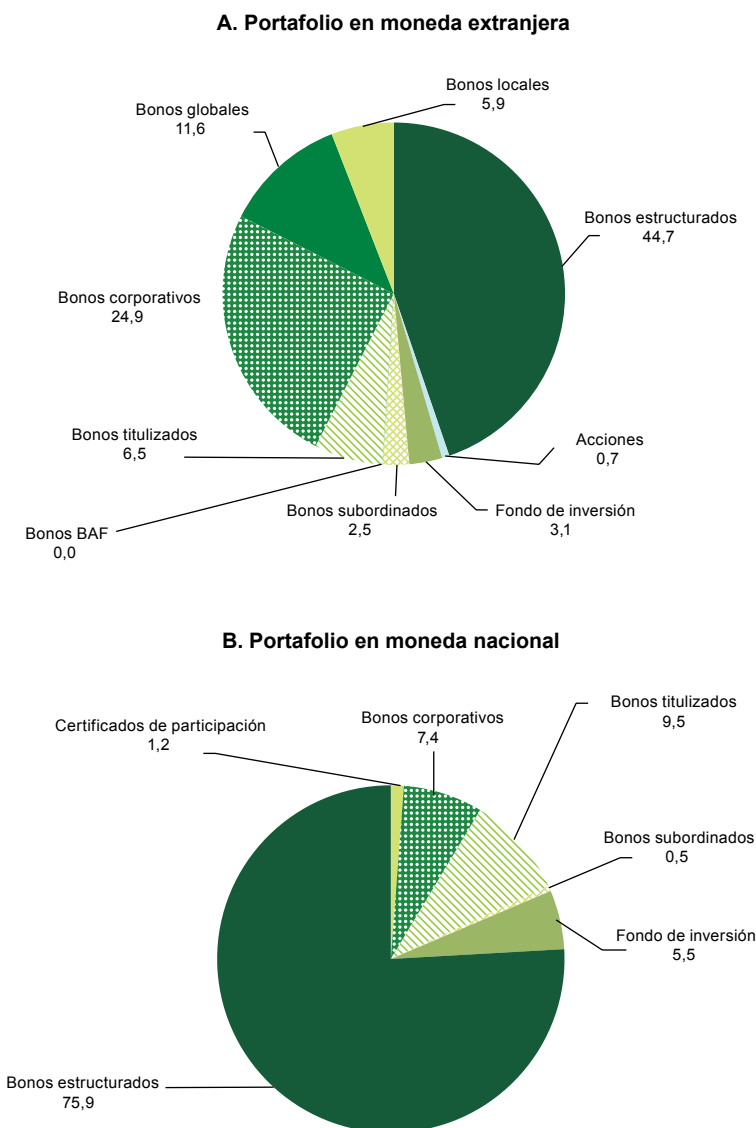
En diciembre de 2013, la firma administraba un portafolio de inversión propio de 270,1 millones de dólares, dividido en cartera de inversión y de negociación. Dicho portafolio está distribuido en diversos tipos de instrumentos de deuda, colocados a diferentes plazos, tanto en moneda nacional (442,6 millones de nuevos soles) como en moneda extranjera (112,4 millones de dólares), denominada en dólares y en euros.

⁷² Decreto Supremo núm. 176-2010-EF, que aprueba el Reglamento del Decreto Legislativo núm. 1031.

⁷³ En 1997, COFIDE pasa a ser una empresa de economía mixta, a consecuencia de la incorporación de CAF como socio accionista. Sin embargo, la regulación y la supervisión de FONAFE se mantienen vigentes.

Con objeto de financiar proyectos de infraestructura y de inversión productiva, COFIDE participó, en 2013, en el financiamiento de los proyectos Planta de Reserva Fría de Generación de Eten (bonos estructurados) y Los Portales (bonos titulizados). El portafolio de COFIDE se compone principalmente de bonos estructurados (62,9%) y de bonos corporativos (14,6%), denominados en nuevos soles y en dólares. Además, cuenta con bonos de arrendamiento financiero, bonos titulizados, bonos subordinados, certificados de participación, fondos de inversión y acciones (participación en Bladex).

Gráfico V.2
Perú: estructura del portafolio de la Corporación Financiera de Desarrollo, 2013
(En porcentajes)



Fuente: Elaboración propia.

En mayo de 1999, la Junta General de Accionistas de la Corporación aprobó el Primer Programa de Instrumentos Representativos de Deuda por un monto máximo emitido de hasta 700 millones de nuevos soles (250 millones de dólares), con la opinión favorable de la Superintendencia de Banca,

Seguros y AFP (SBS) y la aprobación del trámite anticipado, habiendo sido registrado el Prospecto Marco e inscrito el Primer Programa en el Registro Público del Mercado de Valores de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) (Resolución Gerencia General CONASEV núm. 091-99-EF/94.11).

En el marco del Primer Programa, vigente hasta julio de 2003, COFIDE emitió bonos por un total de 150,2 millones de dólares. Del total emitido, 100,18 millones de dólares (280,5 millones de nuevos soles) correspondieron a emisiones en nuevos soles a valor adquisitivo constante (VAC), en plazos de 5, 6, 8 y 10 años, por lo que el capital de los bonos fue reajustado en función al VAC. Los restantes 50 millones de dólares (140 millones de nuevos soles) correspondieron a emisiones a tasa fija a 2 años. El 31 de diciembre de 2011 todas las obligaciones relativas al Primer Programa fueron canceladas. Los fondos obtenidos mediante la emisión de valores del Primer Programa se destinaron a operaciones de intermediación financiera de la Corporación.

En mayo de 2004, la Junta General de Accionistas de COFIDE aprobó el Segundo Programa de Instrumentos Representativos de Deuda, por un monto total emitido de hasta 150 millones de dólares o su equivalente en moneda nacional u otra moneda extranjera. Igual que en el caso del Primer Programa, luego de obtenerse la opinión favorable de la SBS, mediante Resolución de Gerencia General núm. 094-2005-EF/94.11 se aprobó el trámite anticipado, se registró el Primer Prospecto Marco y se inscribió el Segundo Programa en el Registro Público del Mercado de Valores de la CONASEV.

En el marco del Segundo Programa se efectuaron colocaciones de bonos corporativos por 126,4 millones de dólares a tasa fija, a plazos que se extendieron desde 25 meses hasta 10 años, quedando pendientes de redención, al 31 de diciembre de 2013, un total de 9,1 millones de dólares.

El 11 de abril de 2008, la Junta General de Accionistas de COFIDE aprobó el Tercer Programa de Instrumentos Representativos de Deuda, por un total emitido de hasta 200 millones de dólares o su equivalente en moneda nacional o en cualquier otra moneda extranjera. De igual manera que en el caso de los programas anteriores, luego de obtenerse la opinión favorable de la SBS, mediante Resolución Directoral de Emisores CONASEV núm. 094-2009-EF/94.06.3, se aprobó el trámite anticipado, se registró el Primer Prospecto Marco y se inscribió el Tercer Programa en el Registro Público del Mercado de Valores de la CONASEV.

En el marco de este Tercer Programa se efectuaron colocaciones por un monto que ascendió a 184 millones de dólares al cierre de 2013, de modo tal que las emisiones alcanzaron el máximo aprobado por la Junta General de Accionistas de COFIDE, instancia autorizada por ley y estatutos para este fin.

En septiembre de 2012, la Junta General de Accionistas de COFIDE aprobó el Cuarto Programa de Instrumentos Representativos de Deuda por un monto de hasta 400 millones de dólares o su equivalente en moneda nacional o en cualquier otra moneda extranjera. Al igual que en el caso de los programas anteriores, una vez obtenida la opinión favorable de la SBS, mediante Resolución Directoral de Emisores núm. 029-2013-SMV/11.1 se aprobó el trámite anticipado, se registró el Primer Prospecto Marco y se inscribió el Cuarto Programa en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV⁷⁴. En el marco del Programa se efectuaron colocaciones que ascendieron a un total de 35,72 millones de dólares al cierre de 2013.

Los recursos obtenidos por medio de las emisiones correspondientes a los programas segundo, tercero y cuarto se destinaron principalmente a los siguientes fines: i) financiar nuevas operaciones de intermediación propias del negocio de COFIDE a través del Sistema Financiero Nacional; ii) en menor medida, cancelar obligaciones vigentes con la finalidad de aumentar la eficiencia en el manejo

⁷⁴ Anteriormente, la entidad supervisora del mercado de valores era la CONASEV. En julio de 2011, esta entidad pasó a denominarse Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), al mismo tiempo que se ampliaron sus facultades para el cumplimiento de sus funciones.

de los pasivos de la Corporación, y iii) optimizar el resultado financiero mediante el financiamiento de inversiones negociables en el MC.

Así, el saldo total de valores en circulación a fines de 2013 alcanzó 228,75 millones de dólares. De estos, 9,07 millones de dólares correspondieron a los valores emitidos en el marco del Segundo Programa; 184 millones de dólares se emitieron en el marco del Tercer Programa, y 35,72 millones de dólares, en el marco del Cuarto Programa de Instrumentos Representativos de Deuda de COFIDE.

Los bonos emitidos mediante el Segundo, el Tercero y el Cuarto Programa fueron garantizados en forma genérica por el patrimonio de COFIDE, e inscritos en el registro a cargo de CAVALI ICLV S.A.⁷⁵, y en Rueda de Bolsa de la BVL, como bonos nominativos, representados por anotaciones en cuenta y libremente negociables.

Además, COFIDE obtuvo dos préstamos bilaterales por un total de 100 millones de dólares cada uno, de The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd., y del HSBC Bank de los Estados Unidos. Ambos bancos estructuraron un préstamo sindicado en favor de COFIDE con la participación de 22 bancos de todo el mundo por un monto de 200 millones de dólares. De este modo, a fines de diciembre de 2013 el saldo total adeudado a bancos, sumado a los depósitos y los valores en circulación, alcanzó 1.925,9 millones de dólares, un monto superior al correspondiente al del cierre de 2012, que fue de 298,2 millones de dólares, producto de mayores adeudos a corto plazo (106 millones de dólares), medio plazo (177,7 millones de dólares) y emisiones en el mercado local e internacional (14,6 millones de dólares).

d) La calificación de riesgo

En agosto de 2013, la agencia calificadora de riesgo Standard & Poor's elevó la calificación de deuda a largo plazo de la Corporación denominada en moneda local (BBB+), así como la correspondiente a la deuda en moneda extranjera (BBB+). Igualmente, en octubre de 2013 la calificadora de riesgo Fitch Ratings elevó la calificación de deuda a largo plazo en moneda extranjera (BBB+) y en moneda local (A-) de COFIDE. Además, la calificadora de riesgo Moody's comenzó a calificar los instrumentos de COFIDE, y le asignó una calificación inicial de Baa3.

Las empresas Equilibrium Clasificadora de Riesgo y Apoyo & Asociados Internacionales ratificaron las calificaciones institucionales de COFIDE A+ y A, respectivamente. Estas evaluaciones demuestran la gran fortaleza financiera de la Corporación. Asimismo, los instrumentos de deuda emitidos por COFIDE han mantenido la categoría AAA.

Así, en el perfil financiero de COFIDE se reflejan la buena calidad de sus activos y su fuerte capitalización. Se reafirma de este modo el rol fundamental de la firma como banco de desarrollo que contribuye al fortalecimiento y la implementación de las políticas públicas del Gobierno del Perú.

H. Los indicadores de cumplimiento de las prácticas de gobernanza corporativa en la emisión de bonos internacionales

En el cuadro V.7 se presentan los indicadores de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo en la emisión de bonos internacionales, correspondientes a las empresas analizadas.

⁷⁵ Las siglas corresponden a su razón social ampliada: CAVALI Institución de Compensación y Liquidación de Valores Sociedad Anónima. Esta institución ha sido absorbida por la Bolsa de Valores de Lima.

Cuadro V.7
Perú: indicadores de cumplimiento de gobierno corporativo en la emisión de bonos internacionales, 2014

Estándares para bonos	Empresa 1		Empresa 2		Empresa 3		Empresa 4		Valor de referencia	
	De 1 a 0	Índice	De 1 a 0	Índice	De 1 a 0	Índice	De 1 a 0	Índice	De 1 a 0	Índice
	Promedio		Promedio		Promedio		Promedio		Promedio	
¿Autoriza la emisión de bonos, ya sea que el regulador requiera o no un prospecto de colocación?	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
¿El prospecto del bono cumple con los requerimientos de oferta pública del regulador?	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
¿Se conocen los usos de los recursos en la estrategia empresarial por proyecto o en la reestructuración de deuda?	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
¿Se conocen las implicaciones sobre las emisiones existentes y las acciones por niveles de apalancamiento?	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
¿Se delegan en el comité de financiamiento corporativo el diseño y el análisis de la emisión?	1	0,189	0	0	1	0,189	1	0,189	0,75	0,14175
¿Se delega en el comité de riesgos el análisis de los riesgos financieros de la emisión?	1	0,189	0	0	1	0,189	1	0,189	0,75	0,14175
¿Se delega en el comité de auditoría la definición de los reportes de control sobre la emisión?	1	0,189	1	0,189	0	0	1	0,189	0,75	0,14175
¿Tiene el consejo de administración un tamaño de 8 a 15 consejeros?	1	0,031	1	0,031	0	0	1	0,031	0,75	0,02325
¿Tiene el consejo de administración un mínimo de consejeros externos del 50%?	1	0,031	0	0	0	0	1	0,031	0,5	0,0155
¿Más de la mitad de los consejeros externos son independientes?	1	0,032	1	0,032	0	0	1	0,032	0,75	0,024
¿En la selección de algunos consejeros externos se prioriza su conocimiento en finanzas y particularmente en financiamiento corporativo?	1	0,189	1	0,189	1	0,189	1	0,189	1	0,189
¿Es el presidente del consejo de administración un consejero externo independiente?	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
¿Más del 50% de los consejeros tienen conocimientos sólidos y actualizados de finanzas corporativas?	1	0,095	1	0,095	1	0,095	1	0,095	1	0,095
¿Más del 50% de los consejeros externos tienen conocimientos sólidos y actualizados de finanzas corporativas?	1	0,095	1	0,095	1	0,095	1	0,095	1	0,095
¿Existe un programa de capacitación sistemático para los consejeros?	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
¿Cuentan con certificaciones en los temas financieros en que participan mediante la toma de decisiones?	0	0	0	0	1	0,189	1	0,189	0,5	0,0945
¿Se revisa periódicamente el desempeño de cada consejero externo?	1	0,189	1	0,189	1	0,189	1	0,189	1	0,189
¿Los consejeros externos señalan cualquier conflicto de intereses identificado en el proceso de emisión de bonos?	1	0,189	1	0,189	1	0,189	1	0,189	1	0,189
¿Hay tres o más consejeros externos por cada consejero interno?	0	0	1	0,189	0	0	1	0,189	0,5	0,0945

Cuadro V.7 (conclusión)

Estándares para bonos	Empresa 1		Empresa 2		Empresa 3		Empresa 4		Valor de referencia	
	De 1 a 0	Índice	De 1 a 0	Índice	De 1 a 0	Índice	De 1 a 0	Índice	De 1 a 0	Índice
	Promedio		Promedio		Promedio		Promedio		Promedio	
¿Es un comité de consejeros independientes el que elige a los consejeros externos?	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
¿Firman los consejeros internos como responsables legales y penales de la información relevante en una emisión de bonos, y de sus implicaciones para la situación financiera de la empresa?	0	0	0	0	1	0,377	0	0	0,25	0,09425
¿Es el director de auditoría interna un miembro del consejo de administración?	1	0,189	0	0	1	0,189	0	0	0,5	0,0945
¿El director de auditoría interna informa al consejo de administración o al comité de auditoría?	1	0,189	1	0,189	1	0,189	1	0,189	1	0,189
¿El comité de auditoría es presidido por un consejero independiente?	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
¿El auditor externo es contratado por el comité de auditoría e informa a dicho comité?	1	0,377	0	0	0	0	0	0	0,25	0,09425
¿El comité de auditoría aprueba el programa de auditoría externa e interna?	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
¿Se cuenta con un sistema efectivo de información sobre financiamiento corporativo?	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
¿El comité elabora reportes periódicos para el consejo de administración y para la dirección general sobre el cumplimiento de las políticas de control interno en el uso de los recursos financieros?	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377	1	0,377
¿El comité de inversiones es presidido por un consejero independiente?	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
¿El presidente del comité de inversiones tiene experiencia probada en estrategias de inversión?	1	0,095	0	0	1	0,095	1	0,095	0,75	0,07125
¿El comité sesiona por lo menos una vez al mes?	0	0	0	0	1	0,095	1	0,095	0,5	0,0475
¿El comité es presidido por un consejero independiente?	0	0	0	0	1	0,377	0	0	0,25	0,09425
¿El presidente del comité tiene experiencia probada en financiamiento corporativo?	1	0,377	0	0	1	0,377	0	0	0,5	0,1885
¿Es el comité el que dictamina sobre los requerimientos de financiamiento de la empresa y la forma de satisfacerlos?	1	0,377	1	0,377	1	0,377	0	0	0,75	0,28275
¿Es el comité el que selecciona a los intermediarios financieros para la colocación de los bonos emitidos por la empresa?	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
¿El comité de riesgos es presidido por un consejero independiente?	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
¿El presidente del comité tiene experiencia y conocimiento probados en administración integral de riesgos?	1	0,377	0	0	1	0,377	1	0,377	0,75	0,28275
¿Es el comité de riesgos el que se encarga de dictaminar sobre los reportes de los riesgos financieros que enfrenta la empresa?	0	0	1	0,377	1	0,377	1	0,377	0,75	0,28275
¿Es el comité de riesgos el que presenta los riesgos de emisión de los bonos emitidos por la empresa?	0	0	1	0,377	1	0,377	1	0,377	0,75	0,28275
Total		6,038		5,157		7,170		5,945		6,078

Fuente: Elaboración propia.

1. Comentarios sobre los resultados del índice

Se observa que en las cuatro empresas analizadas se ha cumplido con la presentación del documento de autoevaluación sobre la observancia de los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas. Todas las firmas han detallado la información relativa a los requerimientos indicados en dicho documento, que se centra en la buena dirección de las compañías, más que en la práctica financiera o, específicamente, en la política de endeudamiento.

Como puede apreciarse, en todos los casos se evidencia el rol activo del CA, que está encargado de autorizar la emisión de bonos corporativos por instrucción expresa de la junta general de accionistas. Esta a su vez determina el límite de libertad de que dispone el CA.

Además, en todos los casos se cumplen las exigencias del regulador para la emisión de bonos, incluidas en el prospecto de emisión de deuda.

El uso del dinero que las empresas obtienen mediante la emisión de bonos se destina mayormente a la actividad principal de la compañía. En el caso de Ferreycorp, los recursos se emplean para adquirir mercadería, sobre todo maquinaria pesada para las industrias extractiva, de la construcción y de infraestructura. La Corporación Lindley ha desarrollado en los últimos años un ambicioso plan de construcción de megaplantas de producción y de embotellamiento de bebidas. Así, las emisiones anteriores se enfocaron en el financiamiento de la planta construida en Trujillo (al norte del Perú), mientras que la nueva emisión se destinó al desarrollo de su planta de Arequipa (al sur del país).

Las instituciones financieras, COFIDE y el Banco de Crédito del Perú, emiten con la finalidad de impulsar el otorgamiento de crédito a sus respectivas carteras.

El rol de las agencias calificadoras de riesgo es importante, en la medida en que estas firmas, mediante sus calificaciones crediticias, brindan confianza al inversionista interesado en adquirir bonos. Las cuatro empresas informan públicamente sus calificaciones financieras, correspondientes a emisiones tanto anteriores como actuales.

Si bien la formación de los CA de las firmas estudiadas es variada en cuanto al número de consejeros, en tres de las cuatro empresas se comprueba que hay un número adecuado de consejeros independientes. En el caso de COFIDE, cuatro de los cinco consejeros tienen un vínculo laboral con el Estado, por lo que se los identifica como consejeros dependientes, a pesar de que esto no puede ocurrir ya que los propietarios de la institución son el Estado y CAF (1%).

Además, se observa que en los CA de las firmas analizadas se prioriza el perfil del director financiero. En las cuatro instituciones consideradas, en los perfiles de los consejeros se evidencia un sesgo hacia los profesionales con conocimientos sólidos de finanzas e inversiones, si bien esto no significa que se haya descuidado el conocimiento que dichos consejeros poseen del negocio en que participan. El caso más relevante es el de la Corporación Lindley, que inclusive anuncia la experiencia en el segmento industrial y, específicamente, en el de bebidas no alcohólicas, como parte de la política de selección de sus consejeros.

Tanto los consejeros internos como los externos son elegidos por la junta general de accionistas. Se observa que aún no se han establecido políticas de elección de directores independientes o externos por medio de un comité de selección específico.

También se comprueba que los comités de auditoría no siempre forman parte del CA. En casos como el del Banco de Crédito del Perú o el de la Corporación Lindley, estos consejos son organismos independientes del CA, pero informan constantemente a este órgano, de modo que constituyen una fuente muy valiosa de información para la toma de decisiones de tipo estratégico.

No hay evidencia sobre la existencia de comités de inversiones, de financiamiento y de riesgos en los casos analizados, cuyas evaluaciones son importantes para la toma de decisiones del CA en los procesos de emisión de deuda.

A los indicadores de Ferreycorp y de la Corporación Lindley les corresponde un puntaje menor debido a la falta de información específica sobre cuestiones como, por ejemplo, la existencia o ausencia de comités, pero dichos puntajes no necesariamente reflejan un nivel inferior de cumplimiento.

Por último, cabe señalar que la solidez del esquema regulatorio peruano, tanto en lo que respecta a la normativa societaria, como en lo relativo a la regulación del mercado de valores, ha influido en el alto nivel de cumplimiento observado en las cuatro empresas analizadas.

I. Conclusiones

A consecuencia de la crisis financiera internacional de 2008, los grandes inversionistas migraron hacia los mercados emergentes, entre ellos, el Perú, un país caracterizado por una macroeconomía equilibrada durante los últimos 15 años, que ha aprovechado las oportunidades internacionales, como la firma de diversos tratados de libre comercio; la consolidación de Europa y de Asia como socios comerciales (materia prima); los vaivenes de la economía norteamericana, y la creciente demanda interna.

Las empresas peruanas más representativas han respondido responsablemente a las exigencias del mercado, producto de una actividad empresarial prudente, que incluye la adopción de políticas de inversión responsables y de buenas prácticas de GC. Gracias a estos factores ha sido posible atraer la atención del mercado financiero mundial.

A su vez, además de ser receptivas, las empresas peruanas están más activas internacionalmente. No solo colocan acciones en las principales bolsas de valores del mundo, sino que también adquieren la propiedad integral o parcial de empresas en plazas latinoamericanas, y emiten deuda en mercados internacionales exitosamente.

Respecto de las empresas analizadas, estas pertenecen a diferentes sectores de la economía nacional, tienen rangos distintos de facturación y las características de su titularidad son diversas, pues en la muestra se incluyeron compañías familiares, empresas estatales y grupos de empresas. Todas ellas están alineadas con las prácticas de buen gobierno corporativo establecidas por la SMV, presentan reportes anuales y publican una autoevaluación saludable, y cada año dan muestras de un mayor cumplimiento en lo que respecta a sus prácticas de buen gobierno, la transparencia frente al mercado y la protección de los accionistas.

En relación con las emisiones de bonos internacionales, gracias a la favorable calificación de riesgo obtenida por las empresas emisoras se cuenta con una demanda muy atractiva, que regularmente supera la cantidad de bonos ofertados.

De acuerdo con datos del Banco Central de Reserva del Perú (BCR), el acceso al financiamiento en los mercados de capitales del exterior se ha visto facilitado por la obtención del grado de inversión y por el reciente desempeño macroeconómico favorable. Esto permite a las corporaciones emitir en el exterior con notable éxito, y acceder a financiamiento por montos muy superiores a los que se obtendrían por una emisión similar en el mercado local, producto de la diversidad de inversionistas. Dicha diversidad de inversionistas no está presente en las emisiones locales, en que la demanda se concentra en cuatro administradoras de fondos de pensiones y cinco sociedades administradoras de fondos mutuos. Además, el primer grupo de inversionistas institucionales tiene restricciones para adquirir estos instrumentos.

En consecuencia, las primeras emisiones del naciente MAV, una gran iniciativa, se han caracterizado por el logro de resultados positivos, en la medida en que contaron con demandas que superaron los valores emitidos en este aún poco conocido mercado (las demandas fueron de 2,8 a 1,2 veces mayores que las emisiones).

Finalmente, cabe notar que, a pesar del énfasis en la transparencia, aún existen debilidades en el mercado peruano, que se evidencian al analizar en detalle las evaluaciones relativas a las áreas de riesgo y de auditoría, así como las estructuras con que cuentan los emisores en estas áreas. Así, son pocas las empresas en que se han creado comités adecuados de riesgos, de auditoría y de finanzas corporativas, así como equipos independientes.

Bibliografía

- Acharya, Viral, Marc Gabarro y Paolo Volpin (2010), "Competition for managers, corporate governance and incentive compensation", *AFA 2012 Chicago Meetings Paper* [en línea] <http://ssrn.com/abstract=1786703>.
- Ariely, Dan (2012), *The (Honest) Truth About Dishonesty. How We Lie to Everyone—Especially Ourselves*, Nueva York, HarperCollins Publishers.
- Barkow, Anthony S. y Rachel E. Barkow (2011), *Prosecutors in the Boardroom. Using Criminal Law to Regulate Corporate Conduct*, Nueva York, New York University Press.
- BCP (Banco de Crédito del Perú) (2014), *Reporte Anual 2013* [en línea] <https://ww3.viabcp.com/connect/memoria%202013/Memoria%20BCP%202013.pdf>.
- Bebchuk, Lucian, Alma Cohen y Allen Ferrell (2004), "What matters in corporate governance?", *Discussion Paper*, N° 491, Cambridge, John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, Harvard Law School.
- Bebchuk, Lucian A., Alma Cohen y Charles C.Y. Wang (2011), "Learning and the disappearing association between governance and returns", *NBER Working Paper*, N° 15912, Cambridge.
- Ben W. Heineman, Jr. y Stephen Davis (2011), *Are Institutional Investors Part of the Problem or Part of the Solution?*, New Haven, Millseim Center for Corporate Governance and Performance.
- Bowen, William G. (2012), *The Board Book: An Insider's Guide for Directors and Trustees*, Nueva York, W.W. Norton & Company.
- CAF-banco de desarrollo de América Latina (2013), *Lineamientos para un código latinoamericano de gobierno corporativo*.
- CAF/BVL (CAF-banco de desarrollo de América Latina y Bolsa de Valores de Lima) (2014), *Gobierno corporativo para empresas del mercado peruano. Casos de Buenas Prácticas*, Lima.
- Cazorla, Pedro (2013), "Buen bono", *Semana Económica*, 22 de diciembre [en línea] <http://semanaeconomica.com/article/finanzas/130148-buen-bono/>.
- CONASEV (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores) (2006), *Principios de buen gobierno corporativo*, Lima.
- Deloitte Touche Tohmatsu (2012), *Directors' Alert: 12 Issues for 2012. When Uncertainty Reigns*, Nueva York.
- Ernst & Young (2014), *Creceer. Guía básica de negocios, 2014*, Lima.
- Franco, Pedro, Gina Pipoli y Cinthia Varela (2009), *El gobierno corporativo en el Perú: reflexiones académicas sobre su aplicación: Backus, Graña y Montero, Incasur, Profuturo AFP, Red de Energía del Perú*, Lima, Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP).
- Freeman, R. Edward y John McVea (2001), "A stakeholder approach to strategic management", *Darden Business School Working Paper*, N° 01-02 [en línea] <http://ssrn.com/abstract=263511>.
- GCGF (Foro Global de Gobierno Corporativo), *Herramienta 4: resolución de conflictos de gobierno corporativo. Guía del usuario*, París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).

- GCGF/OCDE (Foro Global de Gobierno Corporativo/Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (2010), *Guía práctica de gobierno corporativo. Experiencias del círculo de empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana*, Washington, D.C., Corporación Financiera Internacional (IFC).
- Gonzales, Gerardo M. y Milagros Villanueva (eds.) (2014), *Manual del mercado de capitales: 2014*, Lima, Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales.
- Hawley, James P., Shyam J. Kamath y Andrew T. Williams (2011), *Corporate Governance Failures. The Role of Institutional Investors in the Global Financial Crisis*, Philadelphia, University of Pennsylvania Press.
- Healy, Paul y George Serafeim (2012), *Causes and Consequences of Firm Disclosures of Anticorruption Efforts*, Cambridge, Harvard Business School.
- Hilb, Martin (2007), *Gobierno corporativo*, Buenos Aires, Fondo Editorial Consejo.
- Hundkospf Exebio, Oswaldo (2012), *Manual de derecho societario*, Lima, Gaceta Jurídica.
- Kaufmann, Daniel, Aart Kraay y Massimo Mastruzzi (2010), "The worldwide governance indicators. Methodology and analytical issues", *World Bank Policy Research Working Paper*, N° 5430 [en línea] <http://ssrn.com/abstract=1682130>.
- Larcker, David y Brian Tayan (2011), *Corporate Governance Matters. A Closer Look at Organizational Choices and their Consequences*, New Jersey, Pearson Education Inc.
- McGee, Robert W. (2010), *Corporate Governance in Transition and Developing Economies: a Case Study of Peru*, Miami, Chapman Graduate School of Business, Florida International University.
- Millstein, Ira M. y Holly J. Gregory (2012), *Rebuilding Trust: The Corporate Governance Opportunity for 2012*, Cambridge, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation.
- Mintzberg, Henry (2010), *Managing*, Bogotá, Editorial Norma.
- Núñez, Georgina y Andrés Oneto (coords.) (2012), *Gobernanza corporativa en el Brasil, Colombia y México. La determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda corporativa*, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/CAF-banco de desarrollo de América Latina/Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- OCDE(Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos)(2004),*Principios de gobierno corporativo de la OCDE*, París [en línea] <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>.
- Rhee, Robert J. (2009), *The Madoff Scandal, Market Regulatory Failure and the Business Education of Lawyers*, Maryland, University of Maryland Francis King Carey School of Law.
- Ricart, Joan Enric, José Luis Álvarez y Júlia Gifra (2005), *Los accionistas y el gobierno de la empresa*, Barcelona, Ediciones Deusto.
- Semana Económica* (2014), "Guía para financiarse", N° 1415.
- Shiller, Robert J. (2012), *Finance and the Good Society*, New Jersey, Princeton University Press.
- Shleifer, Andrei y Robert W. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, N° 52, junio.
- SMV (Superintendencia del Mercado de Valores) (2013a), "Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas", Lima.
- ____ (2013b), "Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales. Normas legales", Resolución SMV N° 021-2013-SMV/01, Lima.
- ____ (2012), "Reglamento del Mercado Alternativo de Valores - MAV / Manual para el cumplimiento de los requisitos aplicables a las ofertas públicas de instrumentos de corto plazo emitidos por empresas en el MAV", Resolución de Superintendencia núm. 00025-2012-SMV/01, Lima, 29 de junio.
- Valero, Antonio y José Luis Lucas Tomás (2011), *Políticas de empresa. El gobierno de la empresa de negocios*, Navarra, Ediciones Universidad de Navarra.
- Vásquez Huamán, Enrique (2004), *Estrategias de poder. Grupos económicos en el Perú*, Lima, Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP).

VI. Reflexiones finales

El desarrollo de los mercados de capitales (MC) en las últimas décadas ha representado, para las empresas, la apertura de posibilidades de financiación alternativas al préstamo tradicional de los bancos. Entre ellas, las emisiones de acciones y de títulos de deuda se han convertido en alternativas atractivas para el financiamiento de proyectos a largo plazo, tal como indican las cifras del Bank for International Settlements (BIS).

Asimismo, debido a algunos factores particulares de las economías de la región aún se ve limitado el crecimiento de los respectivos MC, como es el caso de la estructura patrimonial. Con excepción de la creciente importancia de los fondos institucionales (los fondos de pensiones, en particular), no se ha comprobado ningún cambio relevante en la estructura patrimonial de las empresas, no obstante las reformas de los MC y los avances de los marcos normativos. Las 22 empresas de 5 países de la región contempladas en este proyecto, con excepción de las empresas estatales, presentan una estructura concentrada y familiar.

Respecto de los mercados latinoamericanos y caribeños de deuda corporativa, con excepción del Brasil y de México, la gran mayoría de los países aún cuentan con pocos emisores, una baja liquidez del mercado secundario y altos costos de transacción, entre otras limitaciones.

En 2013, en México se registró el mayor acervo de deuda internacional corporativa, seguido por el Brasil. La participación conjunta de los dos países ha sido equivalente al 66% de la participación de la región en el período comprendido de 2011 a 2013. En relación con los mercados internos, esta proporción alcanzó el 88% en ese mismo período.

Si la deuda corporativa se ajusta por el tamaño del PIB, se observa que Chile presentó la mayor proporción de deuda corporativa. Con base en este criterio, el acervo de la deuda corporativa internacional de Chile fue equivalente al 10,3% del PIB en 2012. En México, el segundo país con mayor proporción de deuda corporativa respecto del PIB, el índice fue del 7,5%. En el Perú y en Venezuela (República Bolivariana de), el índice ascendió al 6,1%; en el Brasil, al 4,4%; en Colombia, al 3,3%, y en la Argentina, al 1,6%.

En cuanto al análisis de los aspectos relacionados con la emisión de deuda corporativa, sin duda la inclusión, en la etapa actual del proyecto, de agentes clave como la banca de inversión, las calificadoras de riesgo y los inversionistas institucionales permitió completar el análisis iniciado en 2012 sobre el papel de la gobernanza corporativa (GC) en el desarrollo de los MC (en particular, en los de emisión de deuda), y se fortaleció el enfoque planteado a lo largo del análisis de los casos. La importancia que

cada uno de estos actores ha adquirido en los distintos niveles de decisión relacionados con la emisión de deuda es creciente. Por ejemplo, cada vez son más los directores independientes elegidos por las juntas de accionistas con el respaldo de los inversionistas institucionales. En consecuencia, se crea un ambiente de control más efectivo en el seno de los consejos de administración (CA) de las firmas, instancia que, además, tiene una alta trascendencia para decidir, entre otros tópicos, las políticas de endeudamiento de la empresa.

Según el análisis realizado por Avendaño y Nieto-Parra en el capítulo tercero de este documento, en América Latina se realiza aproximadamente la mitad del número de emisiones, que representan cerca del 40% del monto total emitido. Del análisis se concluye que aún existe un acceso limitado a la información propia de las empresas, por lo que algunos indicadores deben ser calculados con base en datos macro. El margen (*spread*) corporativo de las emisiones se deriva de las variables macroeconómicas (incluida la calificación del riesgo soberano), mientras que las variables de la compañía son más relevantes para explicar la comisión de colocación, dado que estas comisiones son una función decreciente de la reputación de los bancos colocadores de bonos y de la percepción de las agencias calificadoras con respecto a la empresa emisora. Este resultado sugiere que los inversionistas institucionales (que determinan el precio o margen primario de los títulos emitidos) prestan menos atención a la sostenibilidad financiera de los emisores que los bancos de inversión (que determinan la comisión de colocación).

En los años recientes, además del creciente dinamismo del MC, se han verificado casos de falta de transparencia, asimetrías de la información y conflictos de interés en las empresas. Por ello, en este proyecto se insiste en la necesidad de mejorar el desempeño de la GC, un requisito clave para el crecimiento de los MC. Además de contribuir al sano desarrollo de los negocios, la GC es una herramienta útil y eficiente para la supervisión y el cumplimiento de la ley (*enforcement*). Cabe señalar que mediante el índice propuesto en este proyecto, en ningún momento se pretende medir la totalidad de la gobernanza empresarial. Sin embargo, el objetivo en que se basa la construcción del índice es generar un primer acercamiento a la calidad real de la GC de los actores que participan en los mercados de deuda internacional corporativa.

Las actuaciones del consejo de administración y de los comités, la independencia de los consejeros y el sistema de control interno son factores determinantes en la evaluación de los riesgos asumidos por la empresa y, por lo tanto, en la estimación de sus costos de financiamiento. En este marco, en la segunda fase de aplicación del enfoque metodológico considerado en este proyecto se asignaron pesos específicos a cada categoría que compone el indicador, con el fin de lograr la matriz de valores de referencia (*benchmarks*) del indicador de GC y de emisión de deuda.

El indicador diseñado fue aplicado a 22 empresas emisoras de deuda (tanto privadas como de propiedad del Estado), pertenecientes a los sectores financiero, manufacturero e industrial, de servicios y gubernamental, de 5 países de la región: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Los resultados obtenidos permiten identificar algunas deficiencias de la gobernanza en las emisiones de deuda de algunas empresas, pero también importantes avances en cuanto a las mejoras implementadas en los marcos regulatorios. Los temas cubiertos por el indicador son los siguientes: la conformación de los CA; el número de consejeros externos e independientes; la creación de comités ad hoc responsables de las decisiones de financiación y de las inversiones, así como del control interno y la auditoría, y la identificación y el control de los riesgos asociados a los negocios.

Algunas deficiencias identificadas durante el análisis en el desempeño de las firmas en materia de gobernanza y de emisión de deuda se concentraron en los comités corporativos propuestos en el indicador. Se observó que es limitado el número de empresas que cuentan con comités de auditoría y de riesgos. Salvo algunas de las empresas de propiedad del Estado, prácticamente ninguna firma cuenta con los comités de inversiones y de financiamiento corporativo. Más aún, se constató que, tanto en Chile como en el Perú, los distintos comités cumplen parcialmente con sus funciones, lo que puede atribuirse al hecho de que cada empresa tiene su propia estructura y su particular organización de gobernanza. Los

valores medios del indicador por categoría, correspondientes a las 22 empresas incluidas en la muestra, se presentaron antes en el capítulo II (véase el cuadro II.10).

Como puede observarse en dicho cuadro, la categoría mejor calificada fue la relativa al papel del CA, a la que correspondió un promedio de 1,65, que indica que las empresas alcanzaron un 80% del valor de referencia de la categoría (2,075). En el caso de la categoría referida a la estructura del CA, las empresas alcanzaron un 68% del valor de referencia, en lo que respecta al comité de auditoría el valor fue del 61% y, finalmente, en la categoría referida al papel y la selección de los consejeros internos y externos el porcentaje alcanzado fue del 48%.

Por otro lado, los resultados menos satisfactorios correspondieron a las categorías relativas al comité de riesgos (40%), el comité de inversiones en activos financieros (37%), el comité de financiamiento corporativo (32%) y el papel del presidente del CA (31%).

Estos resultados señalan los cuatro puntos que deberían constituirse en prioridades para mejorar el desempeño de la GC en la emisión de bonos corporativos, incluso en los países que presentan una mejor situación relativa, como Chile, México y el Perú.

Por último, cabe destacar que, si bien el tamaño reducido de la muestra (22 empresas) no permite reflejar el desempeño general de la GC en los 5 países estudiados, los resultados pueden constituir, de todos modos, indicadores de posibles deficiencias, que deben ser superadas para mejorar el desempeño de las empresas en el proceso de emisión de deuda. La evolución de dicho desempeño se evidenciará en la medida en que se difunda la consideración de las categorías que componen el indicador, y cuanto mayor sea el número de empresas que implementen autoevaluaciones con base en dicho indicador como referente.

El rol de los actores involucrados es clave. Para los reguladores, el indicador puede constituir un buen referente en la evaluación del desempeño de la empresa en el proceso de emisión de deuda. Las agencias calificadoras de riesgo pueden considerarlo como una herramienta para mitigar los riesgos de agencia, en cuanto este permite el monitoreo de las acciones y las decisiones del directorio, así como un instrumento para mejorar la ponderación de la GC en la evaluación de riesgo de las emisiones. Además, el uso del indicador puede contribuir al mejoramiento de la divulgación de información sobre la empresa, la estructura de propiedad y el rol creciente de los inversionistas institucionales en los directorios. Por último cabe señalar que una mejor calificación crediticia, junto con la reputación de la banca de inversión, sin duda redundará en la determinación de comisiones de colocación más bajas.

Esta publicación es resultado de un esfuerzo conjunto de CAF-banco de desarrollo de América Latina, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) dirigido a identificar aquellos elementos de la gobernanza corporativa que son clave para la determinación del riesgo en la emisión internacional de títulos de deuda. El vínculo entre la gobernanza corporativa y la emisión de títulos de deuda se enmarca en los potenciales conflictos de interés que se derivan de las relaciones entre accionistas, ejecutivos y tenedores de bonos, así como de la relevancia del papel de las agencias de calificación de riesgo, la banca de inversión y los inversionistas institucionales en el proceso de emisión de deuda.

Las conclusiones de la publicación apuntan a la necesidad de mejorar la gobernanza empresarial, mediante un manejo prudente del riesgo y de su medición y control en los proyectos de inversión que se traduzcan en emisiones de títulos de deuda, de modo que estas puedan ser realizadas de manera eficiente y contribuyan al desarrollo del mercado de capitales de América Latina. Una gobernanza responsable es fundamental para la estabilidad financiera, para la atracción de inversión productiva y el acceso al financiamiento y, en definitiva, para asegurar un crecimiento económico sostenible.