

“WHITE PAPER” SOBRE

**GOBIERNO CORPORATIVO
EN AMERICA LATINA**

ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICOS

En virtud del artículo 1.º de la Convención firmada el 14 de diciembre de 1960, en París, y que entró en vigor el 30 de septiembre de 1961, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) tiene como objetivo promover las políticas destinadas:

- a lograr la más fuerte expansión posible de la economía y del empleo y a aumentar el nivel de vida en los países miembros manteniendo la estabilidad financiera y contribuyendo así al desarrollo de la economía mundial;
- a contribuir a una sana expansión económica en los países miembros y en los no miembros en vías de desarrollo económico;
- a contribuir a la expansión del comercio mundial sobre una base multilateral y no discriminatoria conforme a las obligaciones internacionales.

Los firmantes de la Convención constitutiva de la OCDE son: Alemania, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos de América, Francia, Grecia, Irlanda, Islandia, Italia, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia, Suiza y Turquía. Los países siguientes se han adherido posteriormente a esta Convención (las fechas son las del depósito de los instrumentos de adhesión): Japón (28 de abril de 1964), Finlandia (28 de enero de 1969), Australia (7 de junio de 1971), Nueva Zelanda (29 de mayo de 1973), México (18 de mayo de 1994), la República Checa (21 de diciembre de 1995), Hungría (7 de mayo de 1996), Polonia (22 de noviembre de 1996), Corea (12 de diciembre de 1996) y la República Eslovaca (14 de diciembre de 2000). La Comisión de la Comunidad Europea participa en los trabajos de la OCDE (artículo 13 de la Convención de la OCDE).

CENTRO PARA LA COOPERACIÓN CON LOS PAÍSES NO MIEMBROS DE LA OCDE

El Centro para la Cooperación con los Países no miembros de la OCDE (CCNM por sus siglas en inglés) se estableció en enero de 1998 cuando el Centro para la Cooperación con las Economías en Transición (CCET) se fusionó con la Unidad de Enlace y Coordinación (LCU). El CCNM, combinado las funciones de las dos entidades mencionadas, sirve de punto focal para el desarrollo y la búsqueda de la cooperación entre la OCDE y las economías que no pertenecen a la Organización.

El CCNM maneja programas temáticos y por país. Los programas temáticos, que tienen un enfoque multinacional, están vinculados a las áreas principales de trabajo de la Organización (tales como el comercio y la inversión, los impuestos, el mercado laboral, las políticas sociales y el medio ambiente). El Foro de Economías de Mercado Emergentes (EMEF) y el Programa de las Economías en Transición (TEP) proporcionan el marco para las actividades en los programas temáticos. El EMEF es un foro abierto en el que los países no miembros de la OCDE son invitados a participar en función del tema en discusión.

El TEP está orientado exclusivamente a economías en transición. Actualmente existen programas por región o por país, que proveen un diálogo y una asistencia más enfocados, para los países bálticos, Brasil, Bulgaria, China, Rumania, Rusia, República eslovaca y Eslovenia.

Publicado en inglés con el título: White Paper on Corporate Governance in Latin America

© OCDE 2004 para la versión en español.

Las solicitudes de permiso de reproducción parcial para uso no comercial o destinadas a la formación deben dirigirse al Centre Français d'Exploitation du Droit de Copie (CFC), 20 rue des Grands-Augustins, 75006 Paris, France, tel. (33-1) 44 07 47 70, fax (33-1) 46 34 67 19, para todos los países excepto Estados Unidos. Para Estados Unidos la autorización debe obtenerse del Copyright Clearance Center Inc., (CCC) (1-508) 750-8400, 222 Rosewood Drive, Danvers, MA 01923 USA, o CCC Online: www.copyright.com. Cualquier otra solicitud de reproducción o de traducción total o parcial de esta publicación debe ser dirigida a Éditions de l'OCDE, 2, rue André-Pascal, 75775 Paris Cedex 16, France

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

INTRODUCCIÓN

El buen gobierno corporativo es crítico para el sector privado orientado hacia al crecimiento económico y al mejoramiento del bienestar, que depende del incremento de las inversiones, eficiencia del mercado de capitales y desempeño de las compañías. El trabajo de la OECD para apoyar el buen gobierno corporativo, es llevado a cabo a través de Mesas Redondas Regionales de Gobierno Corporativo, establecidas en cooperación con el Grupo del Banco Mundial en Asia, Eurasia, Rusia, Europa Sudoriental y América Latina. Las Mesas Redondas ofrecen un marco de trabajo eficaz para un diálogo continuo de políticas y un intercambio multilateral de experiencias. El planteamiento es guiado en forma inclusive y consensual, cimentado en asociaciones con constituyentes claves de los países participantes

El “White Paper” sobre Gobierno Corporativo en Latinoamérica, fue desarrollado por la Mesa Redonda Latinoamericana sobre Gobierno Corporativo, un foro que reúne a creadores de política, reguladores, líderes comerciales, inversionistas y expertos de la región, así como a contrapartes de los países de la OECD. Utilizando los Principios de Gobierno Corporativo de la OECD, como un marco de trabajo conceptual para su análisis y discusión, el “White Paper” examina la importancia de un buen gobierno corporativo para la región, discute las tendencias y características particulares de ésta y, fija las recomendaciones de la Mesa Redonda y prioridades para reforma. Iniciada en el año 2000, la Mesa Redonda desarrolló este “White Paper” a través del curso de cuatro reuniones celebradas en Brasil (2000), Argentina (2001), Méjico (2002) y Chile (2003), así como a través de contactos continuos entre las reuniones.

La Mesa Redonda Latinoamericana y el proceso de desarrollo del “White Paper” han aumentado la comprensión de los desafíos y oportunidades que yacen hacia delante. Pero la fase más crítica de reforma - - la implementación de las recomendaciones del “White Paper”, y asegurarse que éstas sean cumplidas – aún yace por delante. Para capitalizar el actual interés en la reforma y transformar las recomendaciones del “White Paper” en realidad, se deben intensificar los esfuerzos para diseñar políticas para cumplir estas recomendaciones y, encontrar caminos que aseguren su implementación efectiva.

La cooperación entre los creadores de políticas, reguladores y profesionales del sector privado de América Latina, así como de los países de la OECD, ha sido fundamental para los planteamientos de la Mesa Redonda de lograr un buen gobierno corporativo en la región. Quisiera expresar mi sincera gratitud a todos los participantes de la Mesa Redonda, así como al Foro Global de Gobierno Corporativo, al Banco Interamericano de Desarrollo y a las instituciones nacionales que fueron co-anfitrionas de las reuniones del “White Paper”. La OECD y la Corporación Financiera Internacional sirvieron como Secretaría para este trabajo, que fue efectuado de acuerdo con el Programa Regional para América Latina del Centro para la Cooperación con No Miembros (CCNM) de la OECD, en cooperación con el Grupo del Banco Mundial.

Espero la continuación de estos esfuerzos de cooperación. Este White Paper debiera servir de base para diálogos continuos sobre políticas de diseño, implementación y cumplimiento y, para promover y evaluar los progresos adicionales hacia un buen gobierno corporativo en la región.



“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

Donald J. Johnston
Secretario General

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

INDICE

| | |
|--|----|
| 1. ACERCA DE ESTE “WHITE PAPER” | 7 |
| 2. LA IMPORTANCIA DE UN BUEN GOBIERNO CORPORATIVO PARA AMERICA LATINA..... | 9 |
| 3. ALGUNAS CARACTERÍSTICAS REGIONALES | 12 |
| 4. LAS PRIORIDADES DE REFORMA..... | 16 |
| 5. RECOMENDACIONES..... | 18 |
| I. Los Derechos de los Accionistas..... | 18 |
| II. El Tratamiento Equitativo para los Accionistas..... | 22 |
| III. El Rol de los Interesados en el Gobierno Corporativo | 23 |
| IV. Información y Transparencia..... | 24 |
| V. Responsabilidades del Directorio | 29 |
| VI. Mejoramiento del Cumplimiento y de la Aplicación Efectiva..... | 38 |
| VII. Cooperación Regional:..... | 42 |
| ANEXOS | 44 |
| ANEXO A: REVISIÓN SUMARIA DE LAS INICIATIVAS LATINOAMERICANAS SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO | 45 |
| ANEXO B: CASOS DE ESTUDIO, LECCIONES DE LOS RECIENTES ESFUERZOS DE REFORMA | 50 |
| ANEXO C: ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD Y GOBIERNO CORPORATIVO EN LOS PAÍSES LATINOAMERICANOS – UN PANORAMA EMPÍRICO | 57 |
| ANEXO D: GLOSARIO | 71 |
| ANNEXO E: LISTA DE PARTICIPANTES..... | 75 |

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

1. ACERCA DE ESTE “WHITE PAPER”

1. Este “White Paper” se cimentó en las discusiones de la Mesa Redonda para Gobierno Corporativo Latinoamericano, el cual es un foro para discusiones de políticas. La Mesa Redonda está organizada en estrecha colaboración entre la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, el Banco Mundial, la Corporación Financiera Internacional y socios regionales claves, tanto de los sectores públicos como del privado. Los participantes de la Mesa Redonda Latinoamericana incluyen a creadores de política principales, reguladores, líderes corporativos, inversionistas, organizaciones laborales, otras organizaciones no gubernamentales y organismos multilaterales con un interés y experiencia en el área. El proceso de la Mesa Redonda recibe apoyo financiero del Foro Global de Gobierno Corporativo.

2. En su primera reunión en Sao Paulo, en Abril del 2000, la Mesa Redonda de Gobierno Corporativo Latinoamericana acordó desarrollar un “White Paper” sobre Gobierno Corporativo Regional. El propósito del “White Paper” es el de resumir objetivos comunes de política y prioridades de reforma. Para desarrollar el “White Paper”, la Mesa Redonda ha seguido la estructura de los Principio de Gobierno Corporativo de la OECD, los que han sido adoptados por el Foro de Estabilidad Financiera, como una de sus doce normas claves, dirigidas a promover la estabilidad en el sistema financiero global. En adición a los cinco capítulos de los Principios de la OECD, los participantes de la Mesa Redonda acordaron también tratar cuestiones sobre implementación y cumplimiento para su inclusión en el “White Paper”.

3. El trabajo para identificar objetivos de política comunes y prioridades de reforma, ha sido efectuado con una visión hacia los pasos concretos que deben tomarse para mejorar el gobierno corporativo y de esta forma, incrementar la inversión, la eficiencia de los mercados de capitales, el desempeño de las compañías y el bienestar social. El “White Paper” está dirigido principalmente a los creadores de políticas, reguladores y a cuerpos reguladores de normas privadas, incluyendo a las bolsas de comercio. Algunas recomendaciones están dirigidas también a ejecutivos de corporaciones, miembros de directorio, inversionistas individuales e institucionales y a otros profesionales, cuyas decisiones en el día a día, determinan la vigencia del régimen de gobierno corporativo. De manera más específica, el “White Paper” intenta:

- Otorgar a los creadores de políticas y a los líderes del sector privado, incluyendo a inversionistas institucionales internacionales, expertos e instituciones multilaterales, un panorama de los principales asuntos y desarrollos en la región Latinoamericana, proporcionando los hitos para medir los progresos;
- Proporcionar un conjunto de recomendaciones para la reforma, para mejorar el gobierno corporativo en la región, para su implementación por las autoridades de gobierno e instituciones multilaterales y del sector privado; y,

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

- Constituye una entrada a la actual evaluación de los Principios de Gobierno Corporativo de la OECD, a ser completados en el 2004.

4. El “White Paper” es un documento no obligatorio, consultivo, desarrollado sobre una base consensual, por un grupo informal pero influyente de creadores de política, reguladores, participantes del mercado y otros expertos. En orden a asegurar su máxima relevancia, el “White Paper” fue desarrollado a través de un proceso de inclusión, tratando de considerar a todos los grupos con un interés y experiencia en gobierno corporativo. Su contenido fue discutido durante cada una de las reuniones de la Mesa Redonda (Sao Pablo, en Abril de 2000; Buenos Aires, en Marzo de 2001; Ciudad de Méjico, en Abril de 2002 y en Santiago, en Mayo de 2003 y, los participantes fueron invitados a presentar sus comentarios durante los períodos existentes entre las diversas reuniones.

5. Diversas organizaciones nacionales y regionales y agrupaciones, ha emitido pautas, declaraciones de mejores practicas y recomendaciones para reformas de políticas. También, compañías individuales e inversionistas activos en América Latina, han desarrollado políticas que incluyen la calidad del gobierno corporativo, como criterio para sus operaciones y decisiones de inversión. El “White Paper” debería verse como complementario a estos esfuerzos.

6. El “White Paper” será puesto a disposición de creadores de política claves, reguladores, organismos fijadores de normas, instituciones relevantes del sector privado y de la sociedad civil, a través de los participantes de la Mesa Redonda. También será entregado a todas las instituciones multilaterales relevantes para ser sometido a consideración por parte de sus respectivos organismos de gobierno. La IFC y otros participantes de la Mesa Redonda que son inversionistas del sector privado, harán circular el “White Paper” a sus actuales y prospectivos inversores en la región. El “White Paper” será ampliamente difundido directamente al público y colocado en el sitio de la red de la Mesa Redonda en Internet en www.oecd.org/daf/corporate-affairs/ .

7. El trabajo de la Mesa Redonda de Gobierno Corporativo Latinoamericana, forma parte de un esfuerzo global. Mesas Redondas similares se han establecido en Rusia, Asia, Europa Sudoriental y Eurasia.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

2. LA IMPORTANCIA DE UN BUEN GOBIERNO CORPORATIVO PARA AMERICA LATINA

8. El buen gobierno corporativo es una parte crucial del sector privado orientado hacia el crecimiento económico en América Latina. Se le reconoce como una preocupación de las políticas públicas, de rápida y creciente importancia en la región, que confía en el sector privado como un vehículo eficiente para la creación de bienestar. La privatización de las antiguas empresas de propiedad del estado, ha significado que los países latinoamericanos dependan en forma creciente en corporaciones del sector privado para generar empleo, generar ingresos impositivos y suministrar a los consumidores productos y servicios. La generación de empleo, el desarrollo de tecnologías autóctonas y finalmente, la competitividad internacional de las economías de América Latina, debe descansar sobre una base de empresas que no sufran de las desventajas de costos de capital y que adaptan sólidas prácticas de administración y de gobierno corporativo a las circunstancias locales.

9. Las impresionantes reformas de los planes de pensiones públicos y privados en la mayor parte de América Latina y sus proyecciones de crecimiento, proporcionan una justificación adicional para otorgar especial atención a las cuestiones de buen gobierno corporativo y de desarrollo de mercados de capitales en este momento preciso. La responsabilidad de proporcionar un retiro seguro a la población trabajadora de América Latina, ha cambiado en gran forma a la administración de fondos de pensión en manos privadas y, una creciente porción de estos fondos, están invertidos en valores mobiliarios de compañías cotizadas en la bolsa de comercio. El éxito de estos sistemas de pensiones es en consecuencia dependiente de sus incentivos y de la habilidad de los administradores de fondos, para tomar las decisiones correctas sobre la competitividad a largo plazo de las compañías en las cuales ellos invierten y un tratamiento equitativo a los inversionistas por parte de aquellos que controlan dichas compañías. Asegurar el grado máximo de transparencia y de responsabilidad externa e interna por las compañías cotizadas en la bolsa de comercio, incrementa la probabilidad que las decisiones de inversión actuales por parte de los fondos de pensión, darán a la larga buenos dividendos a los retirados.

10. Los sistemas de fondos de pensión en América Latina, son solo una demostración acerca de cuan esencial es un buen gobierno corporativo para canalizar en forma eficiente los ahorros a nuevas inversiones productivas. El buen gobierno corporativo juega un rol crítico en el proceso de construir un fuerte mercado de capitales locales – incluyendo los mercados de valores gubernamentales, el sistema financiero bancario y el no bancario y aún, sectores privados de capital propio y de riesgo. Ello incrementa la confianza pública en los mercados de valores, lo que agrega liquidez. También ayuda a reducir la incertidumbre e incrementa el desempeño y los prospectos de los inversionistas institucionales, incluyendo a los fondos mutuos y a las compañías de seguros. Mercados de capital más profundos, amplios y líquidos sirven las necesidades de

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

inversión, no solo para los negocios existentes, sino que para las nuevas empresas e industrias del mañana.

11. Una preocupación adicional de la política pública, está relacionada con la internacionalización de los mercados financieros, donde el buen gobierno corporativo es visto como un importante bloque de construcción, para limitar las turbulencias financieras y moderar la volatilidad en el sistema financiero global de hoy día. Un medio transparente de mercado para los flujos internacionales de capital, aumenta la estabilidad y sirve como un sistema de alarma primario y un amortiguador para angustias corporativas y financieras. De aquí proviene la adopción por parte del Foro de Estabilidad Financiera, de los doce principios de la OECD, como una de sus doce normas claves.

12. Los dos años pasados, han dado testimonio de una serie de fallas de gobierno corporativo de alto perfil en los Estados Unidos de Norteamérica y en otros países de la OECD. Estos eventos contribuyeron a una contracción en los mercados de valores públicos y provocaron una diversidad de respuestas de los sectores público y privado, tendientes a restaurar la integridad del mercado y la confianza pública. Una importante lección de esta experiencia es que la construcción del gobierno corporativo es siempre un trabajo en progresión, aún en economías con un marco de trabajo institucional bien desarrollado.

13. Aparte de su contribución a la reducción de costos de capital, un buen gobierno corporativo da valor agregado a la corporación, al ofrecer mecanismos más eficaces para la creación de negocios competitivos. Los controles y balances apropiados dentro de la corporación, proporcionan pensamiento estratégico mejores y ofrecen a la administración perspectivas frescas y “controles reales”. Directores de compañías competentes, experimentados y bien seleccionados, dan un valor agregado real a la toma de decisiones de las firmas en cuyos directorios sirven. Los beneficios de un buen gobierno en términos de creación de valor a largo plazo, aumentan la confianza entre todos los accionistas de la corporación. Mientras que las mejoras reglamentarias y un mejor cumplimiento son pasos importantes en el proceso de mejorar el gobierno corporativo, en especial en las economías de los mercados emergentes, dichas iniciativas necesitan ser complementadas por el conocimiento y el compromiso activo del sector privado. Los líderes comerciales deben en consecuencia jugar un rol prominente en el diálogo público sobre gobierno corporativo.

14. La mayor parte del trabajo de la Mesa Redonda, tal como las discusiones públicas de gobierno corporativo en América Latina y alrededor del mundo, están enfocadas sobre el caso compañías cotizadas en la bolsa de comercio y de firmas sin cotización oficial, con el potencial de hacer una oferta pública en el corto plazo. No obstante, la Mesa Redonda reconoce que el buen gobierno es una preocupación importante también para las compañías sin cotización oficial, la mayoría de las cuales continuarán dependiendo en auto financiación, fuentes de capital privado y en el sistema bancario para su expansión y crecimiento. Las compañías sin cotización oficial, a menudo de propiedad de su fundador o de propiedad familiar, deben adoptar prácticas sólidas de contabilidad y auditoría y, controles y balances apropiados en planificación estratégica y administración, si quieren continuar siendo competitivas. Esto es especialmente importante en América Latina, donde el futuro económico de la región en gran parte, dependerá del éxito de sus empresas medianas y pequeñas. Diversas recomendaciones de este “White Paper” también están dirigidas para tener aplicación directa para el caso de las compañías sin cotización oficial.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

15. De acuerdo a lo anterior, no solo los inversionistas de los mercados de valores públicos tienen un interés crítico en la administración y transparencia apropiadas de las compañías en las que ellos invierten. Los Bancos, las operaciones privadas de capitalización, las instituciones financieras especializadas y otras fuentes de financiamiento fuera de los mercados públicos, necesitan internalizar el gobierno corporativo, como un componente crítico de la evaluación y administración de riesgos. La falla en tomar las adecuadas provisiones sobre la importancia del gobierno corporativo de parte de los prestatarios (tanto por los bancos y sus entes reguladores), contribuyó a la reciente crisis bancaria en la región (y en otros lados) y continua complicando la reestructuración banco / empresa.

16. Finalmente, el fortalecimiento de la información, transparencia y responsabilidad en las firmas del sector privado, incrementa en gran forma las probabilidades de éxito de los amplios y variados esfuerzos que están siendo llevados adelante en la región, para contener la corrupción oficial y restaurar la confianza en los gobiernos. Muchos, si no la mayor parte de los casos de corrupción, involucran colusión entre funcionarios públicos y participantes del sector privado, que actúan en calidad de ejecutivos, empleados o contralores de firmas privadas. Los controles y balances apropiados dentro de la corporación, la supervisión apropiadas de la administración ejecutiva por parte del directorio, mejores controles internos y líneas claras de responsabilidad, reducen las oportunidades de los administradores y de otros asociados con la compañía, para involucrar a la firma en incidentes de corrupción pública.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

3. ALGUNAS CARACTERÍSTICAS REGIONALES

17. Los participantes de la Mesa Redonda Latinoamericana, están confiados que en la economía global de hoy día, el gobierno corporativo es un tópico que debe ser discutido y dirigido no sólo a los niveles nacional y global, sino que también en el ámbito regional. Las comunidades legales, económicas, históricas, políticas, sociales y lingüísticas dentro de América Latina y, la creciente regionalización e internalización de los mercados de capitales, justifican plenamente tomar un planteamiento regional para analizar los actuales desafíos y priorizar las respuestas. Fructíferos intercambios han tenido lugar entre los creadores de política de la región, reguladores de valores, bolsas de comercio, institutos de directores, grupos de inversionistas y otros, tanto dentro como fuera del contexto de las reuniones de la Mesa Redonda. El diálogo regional ha servido como un trampolín para la colaboración, compartir tecnologías y para valiosos emprendimientos colectivos. El apoyo entusiasta que tanto los participantes de los sectores público y privado han mostrado por la Mesa Redonda y otras iniciativas regionales, constituyen un amplio testimonio del valor del diálogo regional y de la toma de decisiones en asuntos de gobierno corporativo en América Latina.

18. Aun antes de la reciente ola de atención de la prensa internacional a fallas de gobierno corporativo de alto perfil a nivel mundial, este asunto se cristalizó como una preocupación crítica por las políticas en los cuatro mercados de capitales más grandes de América Latina (a saber, Argentina, Brasil, Chile y México). En forma más reciente, el mejoramiento del gobierno ha emergido como una importante prioridad de política pública en los países Andinos, en especial en Colombia, Perú y actualmente en Bolivia y a través de la mayoría del resto de América Latina. Características claves de las economías de la región que son compartidas, modelan hoy tanto las respuestas del sector corporativo para un rápido cambio tecnológico y de globalización económica, y los desafíos de gobierno corporativo, los que incluyen:

- Privatización. No obstante que los países de la región han adoptado una diversidad de modelos diferentes para promover la transformación económica y el crecimiento, los finales de la década de los 80 y los años 90, marcaron claramente un cambio en la división de responsabilidades entre los sectores público y privado. Existe ahora un mayor consenso en que el sector privado debe proporcionar la mayoría de los bienes y servicios demandados por los ciudadanos. No obstante, la promesa de que la privatización dirigida hacia el desarrollo de mercados de capitales más amplios y profundos, mayor acceso al financiamiento y costos de capital más bajos, aún tienen que materializarse en plenitud.
- Concentración de la Propiedad, Control Definido y la Necesidad de Capital. Las compañías cotizadas en la bolsa de comercio en América Latina, continúan caracterizándose por un alto grado de concentración en su propiedad. Aún entre las compañías cotizadas más grandes, las familias, más a menudo que no, son propietarias de

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

los intereses de control. Como en casi la mayoría del resto del mundo, el control familiar permanece como la norma para la mayoría de las empresas medianas y pequeñas no cotizadas oficialmente de la región. Los accionistas mayoritarios, claramente identificados y activamente involucrados, pueden constituir una gran fortaleza para una compañía, por medio de asegurar una vigilancia activa de administración y por ofrecer una fuente de apoyo financiera disponible de inmediato en coyunturas críticas. No obstante, si las utilidades retenidas y los recursos financieros de los accionistas de control no son suficientes para cumplir con las necesidades de crecimiento, el desafío es el de ocurrir a fuentes de capital local o internacional y adaptar las prácticas de gobierno para satisfacer las demandas de las fuentes externas de financiamiento, sin sacrificar los beneficios del alineamiento de intereses de propiedad y control definido.

- Importancia de los Grupos Industriales. El rol que juegan los grupos industriales y a veces los financieros / industriales, en el desarrollo de la industria de propiedad privada en América Latina está bien documentado. Las características claves de dichos grupos son el control común y la propiedad de grandes firmas en industrias a menudo no relacionadas y a veces, con lazos cercanos, sino de control común, entre grandes empresas del sector industrial y financiero. Es común que las utilidades de algunos grupos de compañías, sirvan como “vacas de dinero” para financiar el crecimiento de más empresas del grupo necesitadas de capital. Dichos grupos se desarrollaron en parte como un medio eficaz de financiar empresas con uso intensivo de capital, en ausencia de mercados de capitales eficientes y sistemas legales bien administrados (esto es, que los grupos internalizan los mercados de capitales). La importancia económica (y política) de dichos grupos y sus influencias con importantes actores del sector financiero, pueden desplazar a las medianas y pequeñas empresas del acceso a mercados de capitales públicos y aún de los privados. Al mismo tiempo, el fenómeno de grupo puede impedir el acceso tanto para los mercados de capitales internacionales y domésticos, aún para grandes empresas. La opacidad que por lo general caracteriza a las transacciones intra grupo y, la ausencia de tomas de decisiones de nivel independiente en la firma, son vistas ahora como crecientes obstáculos para un financiamiento costo efectivo. En el curso de los pasados escasos años, una cantidad de grupos han comenzado a separar sus operaciones y a separar en forma más clara las actividades, el financiamiento y el gobierno de las compañías miembros del grupo. Como se reorientan los grupos y los mecanismos que colocan en su lugar, en respuesta a llamados de mayor transparencia y de administración independiente de las líneas de negocios, son elementos importantes de la evolución de una economía de mercado en la región.
- Reestructuración del Sistema Bancario. La estructura de los sistemas financieros locales ha cambiado dramáticamente en los años recientes en algunas de las economías más grandes de la región. La propiedad del Estado ha declinado y en algunos países, los bancos internacionales han reemplazado a las instituciones controladas localmente, que alguna vez estuvieron íntimamente ligadas a grupos industriales locales. Al mismo tiempo, los intermediarios financieros especializados han llegado a jugar un papel más importante. Estos desarrollos debieran traer con ellos la expansión de una cultura de crédito más moderna y una mayor competencia entre las fuentes de crédito, así como entre las firmas que buscan financiamiento tanto en los mercados públicos como en los privados.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

- Regionalización, Internacionalización y la Importancia de las Empresas Multinacionales. Aún durante el período de substitución de importaciones, en la mitad y hasta la parte final del siglo veinte, los lazos económicos con Europa, América del Norte y Japón permanecieron importantes. Las compañías Multinacionales continúan manteniendo una presencia importante en América Latina. Hoy en día estamos presenciando una nueva rueda de integración económica transfronteriza, tanto dentro de la región, como más allá de ésta. El Mercosur, el NAFTA y otros grupos subregionales son importantes realidades. Es difícil continuar hablando de sus países miembros como unidades económicas completamente independientes. Los efectos de la regionalización y la internacionalización de los mercados de productos en organizaciones industriales transfronterizas aún se están “agitando”. Un aspecto dramático de esta “agitación”, es la serie de consolidaciones y cambios de control de las principales instituciones de energía, telecomunicaciones, servicios públicos y financieras, por parte de empresas transnacionales. Los efectos colaterales de esta tendencia, incluyen la salida de algunas de las acciones favoritas líderes de los mercados de valores locales e internacionales y la adopción por las subsidiarias locales de las compañías multinacionales, de modelos de gobierno “híbridos”, que incorporan elementos de gobierno y prácticas tradicionales, tanto del país anfitrión como del país de la compañía subsidiaria.
- Mercados de Capitales Locales Limitados y la Creciente Importancia de la Cotización Oficial en el Exterior. La creciente internalización de las industrias y finanzas en América Latina, ha contribuido a la consiguiente reducción de la cantidad de compañías con cotización oficial en los mercados locales, en la medida que las compañías se han retirado de éstos y han pasado a ser privadas. Esto llega en un momento en el cual los volúmenes de transacciones locales, aún están bajo presión, ya que la transacción de acciones de las grandes compañías regionales, continúan cambiándose a los mercados receptores de depósitos más profundos en Nueva York. Las normas de transparencia y las practicas substantivas de gobierno corporativo esperadas por los mercados internacionales, ahora también pertinentes para las compañías latinoamericanas dependientes de dichos mercados, para obtener nuevos capitales o mantener liquidez en sus valores. En la secuela de las fallas altamente publicitadas de las prácticas de gobierno corporativo, los legisladores norteamericanos, la Comisión de Valores y Bolsas de Comercio de los Estados Unidos de Norteamérica (*The U.S. Securities and Exchange Commission*) y la Bolsas de Comercio Norteamericanas, se han movido lejos de sus tradicionales deferencias hacia las prácticas de gobierno locales de los emisores extranjeros privados. Los emisores extranjeros privados fueron incluidos en forma explícita dentro de la cobertura del Acta Sarbanes-Oxley del 2002. Hoy en día, las compañías latinoamericanas con programas de Depósitos de Acciones Extranjeras (*American Depository Receipt (ADR)*), están luchando por necesidad para ver como adaptar sus prácticas de gobierno, para cumplir con los requerimientos aplicables de las reformas legales-reglamentarias del 2002 en los Estados Unidos de Norte América.

El cambio en la transacción de firmas tradicionales a los mercados internacionales, ha formulado la pregunta respecto de la viabilidad de las bolsas de comercio locales y su contribución a las economías nacionales. ¿Cómo pueden bolsas de comercio que

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

fueron creadas para servir en las transacciones de acciones preferidas, servir ahora a las crecientes necesidades de capital de compañías más pequeñas, que aún no están en capacidad de emigrar a los mercados internacionales? A través de la región, los mercados están desarrollando sus propias respuestas. La iniciativa de Novo Mercado de Bovespa, en conjunto con cambios en las normas de registro de compañías con cotización oficial y la contribución de las bolsas de comercio nacionales, para el desarrollo de códigos voluntario de mejores prácticas, evidencian un incremento en el reconocimiento de parte de las bolsas de comercio, que mercados de mediana capacidad saludables, sólo pueden ser construidos sobre una fundación de normas obligatorias y voluntarias, que protegen los derechos de los accionistas e incentivan a las compañías para adoptar las mejores prácticas de gobierno.

- Planes de Pensiones Obligatorios de Administración Privada. El grupo de inversionistas institucionales que en forma típica soporta el mayor peso en la región, son los fondos de pensión administrados en forma privada. El grado hasta en el cual los administradores de los fondos de pensiones, visualizan promover la transparencia y el gobierno corporativo como parte de sus mandatos para maximizar retornos para sus clientes, será una determinante importante para el paso de mejoras en los años venideros. Pero el interés de maximizar los retornos para los inversores por parte de los administradores de fondos, no puede ser tomado como dado. El gobierno y la responsabilidad de los fondos de pensiones permanecen en consecuencia como una importante prioridad de política pública para la región. Que un administrador de fondos individual, tome un interés activo en el buen desempeño de las compañías prestatarias individuales, dependerá del conjunto de incentivos que enfrenta el administrador del fondo, incluyendo el marco reglamentario y el carácter y eficiencia del propio gobierno del fondo.
- Tradiciones Legales y Patrones de Cumplimiento. Los países de América Latina comparten un legado legal común – la tradición del código civil europeo. Pero la comunidad legal/judicial dentro de la región, se extiende también a los planteamientos que están dirigidos al cumplimiento de leyes y contratos. En general, la incidencia de litigios civiles es pequeña en comparación con los patrones europeos y norteamericanos, con mayor énfasis colocado sobre acciones administrativas y judiciales penales. Los mecanismos privados de resolución de disputas, tales como el arbitraje obligatorio, son comparativamente nuevos y no han sido probados en el tiempo.

4. LAS PRIORIDADES DE REFORMA

19. Dado que las economías, mercados y compañías de la región enfrentan un conjunto similar de desafíos, no es sorprendente que la Mesa Redonda se haya dirigido hacia un conjunto de asuntos comunes que se derivan de éstos desafíos. Al enfrascarse en estos temas, los participantes han llegado a un consenso acerca de las siguientes prioridades, como aquellas que merecen más la atención en la mayoría de todos los países:

- **Tomar Seriamente los Derechos de Votación.** Se deberán tomar medidas para facilitar la participación de los accionistas en las Asambleas Generales y en la votación de sus acciones. Los inversionistas institucionales, que en muchos casos han tomado un rol demasiado pasivo, deben ser incentivados para ejercitar sus derechos de propiedad de una manera más activa e informada. Si el marco legal permite acciones con diferentes derecho de voto, esto necesita ser totalmente justificado y acompañado con una protección inconmensurablemente más fuerte y efectiva de los accionistas minoritarios.
- Tratar Equitativamente a los Accionistas Durante los Cambios en el Control Corporativo y en la Terminación de la Cotización Bursátil de los Títulos. El marco legal y reglamentario debe proporcionar reglas claras y *ex ante*, con relación a como deben ser tratados los accionistas minoritarios cuando existe un cambio en el control corporativo. También se deben hacer mejoras para asegurar un sistema para evaluar las acciones de los inversionistas minoritarios que sea justo, práctico y predecible, en casos de retiros de las cotizaciones bursátiles o en el ejercicio de los derechos de retiro.
- **Asegurar la Integridad de los Informes Financieros y Mejorar la Información de las Transacciones con Partes Relacionadas.** Las normas de contabilidad nacionales debieran ser llevadas para cumplir con Las Normas Internacionales de Información Financiera y, la calidad del proceso de información financiera, debería ser evaluado con miras a eliminar conflictos de intereses. La revelación de transacciones con partes relacionadas y los potenciales conflictos de interés en dichas transacciones, también deberían ser mejoradas y apoyadas por mayor información acerca de la propiedad corporativa y estructuras de control.
- **Desarrollo de Directorios Eficaces.** Las leyes y practicas reflejan que todos los directores, individual y colectivamente, deberían actuar en forma independiente en el interés de la compañía y de todos sus accionistas. Debiera existir una mayor especificidad concerniente a los pasos de procedimiento para desempeñar los deberes de cuidado y lealtad de los directores y, una ambición explícita por parte de los directorios, para definir en forma clara sus procedimientos de trabajo, así como también aquellos de los comités especiales de los directorios. Los directores también

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

debieran mejorar sus capacidades para manejar conflictos de interés y asegurar el cumplimiento de las leyes y de normas éticas.

- **Mejorar la Calidad, Efectividad y Predictibilidad de los Marcos Legales y Reglamentarios.** Paralelo con el fortalecimiento de la capacidad de los organismos que crean reglamentos y los destinados a su aplicación, también se debieran tomar medidas para asegurar que el marco de trabajo soporta el uso efectivo de las acciones privadas. Dependiendo del contexto legal, esto puede incluir la introducción de acciones de clase (*class actions*) y mecanismos para la resolución alternativa de disputas, tales como el arbitraje privado en las áreas de la ley de compañías y de gobierno corporativo.
- **Cooperación Regional Continuada.** Los participantes de la Mesa Redonda y otros con un interés en el gobierno corporativo en la región, deberían continuar cooperando sobre una base regional, con miras a monitorear la implementación de las conclusiones y recomendaciones reflejadas en el “White Paper” e intercambiar experiencias, que ayudaran a mejorar la implementación y cumplimiento de las iniciativas nacionales.

20. La consideración de éstas necesidades prioritarias, necesita tomar en cuenta las circunstancias económicas especiales de la región, en particular, la persistencia de patrones de concentración de la propiedad y de control. En adición, la Mesa Redonda reconoce que cualquier tipo de ajustes en el marco reglamentario, debería siempre ser efectuado después de un cuidadoso análisis de los costos y beneficios de introducir nuevas reglas. El impacto reglamentario debería ser analizado cuidadosamente, para evitar efectos negativos no pretendidos, que desde la perspectiva de la sociedad, exceden los beneficios y obstaculizan la actividad económica.

5. RECOMENDACIONES

I. Los Derechos de los Accionistas

Tomar con Seriedad los Derechos de Voto:

21. Cuando son divergentes los derechos de voto y a los dividendos, el marco reglamentario para la protección de los accionistas minoritarios, debe ser incommensurablemente fuerte y más eficaz.

22. Los marcos legales necesitan ofrecer una mayor certidumbre en las relaciones entre los inversionistas en el capital de una empresa y la forma en que los diversos organismos de gobierno pueden ejercitar su poder. Los marcos legislativos, los requerimientos de la bolsa de comercio y los reglamentos de valores, necesitan sopesar cuidadosamente las ventajas y desventajas de las formas de capital accionarios permitidas y evaluar si las formas permitidas de capital accionario sirven en el tiempo las necesidades de las compañías y de los mercados de capitales. Deberá tomarse en cuenta que grandes diferencias en los derechos de votación entre los mismos tipos de accionistas, pueden crear incentivos para que aquellos con derechos de voto desproporcionados, tomen decisiones que no están encaminadas hacia el interés común de todos los accionistas. La solución más apropiada puede ser la de otorgar un requerimiento de un mandato de una acción / un voto, a menos que se pueda demostrar que existen en forma adecuada suficientes controles y balances y, mecanismos eficaces de protección legal y cumplimiento, para asegurar que los derechos contractuales y legales de las acciones con votos limitados y las sin derecho a voto estarán adecuadamente protegidas. Los inversionistas también deberán ser diligentes para entender los riesgos y hacer un uso eficaz de sus derechos de voto.

23. Pasos que se deberían tomar para facilitar la participación efectiva de todos los accionistas en las Asambleas Generales y sus capacidades para votar sus acciones – también a través de las fronteras nacionales.

24. El marco reglamentario y las practicas de la compañía deberían eliminar los “trámites burocráticos” concernientes a la información disponible para los accionistas, su participación en las Asambleas Generales y en la conducta de éstas, incluyendo aquellas formalidades de procedimiento que no pueden ser mostradas como adecuadas para servir un propósito efectivo, para proteger los intereses de la compañía o de sus accionistas. Ellas también deberían proporcionar períodos adecuados de notificación y procedimientos de votación para las Asambleas Generales de Accionistas Anual y Extraordinaria, las que deben tomar en cuenta los requerimientos de tiempo para una votación transfronteriza eficaz e informada. El marco reglamentario, los reglamentos de la bolsa de comercio y los estatutos de la compañía, deberían requerir la circulación de agendas de las Asambleas Generales, que proporcionen suficientes detalles y antecedentes de información acerca de las materias a ser tratadas por los accionistas y tomar decisiones informadas. En aquellos lugares donde aún es requerido el “bloqueo” de

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

acciones con anterioridad a la votación, la legislación y la práctica debería moverse hacia un sistema de registro de fecha, que no penalice a los accionistas que desean votar en las Asambleas Generales. Los procedimientos para que los accionistas introduzcan asuntos a la agenda deberían ser simplificados.

25. Los regímenes legales y reglamentarios deberían incentivar el desarrollo de procesos de votación por poder hábiles, por medio de ofrecer custodios (incluyendo depositarios y custodios de ADR), con una protección explícita contra responsabilidad legal, si ellos cumplen con procedimientos específicos y razonables para cumplir con sus deberes sin culpa grave. La ausencia de claridad legal puede hacer surgir preocupaciones acerca de posibles litigios, que desincentivan a dichos depositarios y custodios de revisar sus prácticas operativas, para incentivar eficaz y oportunamente la votación de sus acciones por parte de sus verdaderos dueños.

26. Cuando se permiten acciones sin derecho a voto, el marco legal / reglamentario y las prácticas de la compañía, deberían reconocer los intereses de ésta, en proporcionar a los tenedores de dichos valores accionarios, la oportunidad de que sus puntos de vista se tomen en cuenta en el proceso de toma de decisiones de la compañía. De acuerdo a esto, bajo circunstancias ordinarias, los tenedores de acciones sin derecho a voto, debieran ser acordados los mismos derechos y tratamiento, relativos a las notificaciones de y a la oportunidad de ser oídos en las Asambleas Generales.

27. El marco reglamentario y las prácticas de la compañía, deberían adaptarse para acomodar nueva información y tecnologías de comunicación, que mejoren y faciliten la difusión de la información corporativa y la ejecución de funciones claves de propiedad.

28. Las bolsas de comercio y las compañías deberían tomar ventaja de las nuevas tecnologías de información y difusión, para proporcionar a los accionistas y los mercados con un acceso oportuno como sea posible a las informaciones requeridas. Los reguladores de valores deberían revisar los requerimientos técnicos existentes, para incentivar el uso de nuevas tecnologías de información seguras, incluyendo los requerimientos que impiden la votación de acciones con derecho a voto, o el otorgamiento de poderes por medios electrónicos. Las compañías deberían adoptar nuevas tecnologías en las cuales éstas permitan a los accionistas, desempeñar sus funciones como tenedores de valores accionarios de manera más efectiva y eficiente.

29. Los programas de ADR deberían proporcionar a sus tenedores los mismos derechos y oportunidades prácticas para participar en el gobierno de la compañía, según éstos han sido acordados para las acciones subyacentes.

30. Los derechos de los tenedores de ADR, debieran incluir derechos preferentes en nuevas ofertas de acciones, donde dichos derechos son otorgados a los accionistas de las acciones subyacentes. Los sistemas establecidos por las compañías, custodios y depositarios de ADR, deberían ser modernizados, para proporcionar una rápida difusión de la información para los accionistas a los tenedores de ADR y la oportuna transmisión de sus instrucciones a las Asambleas de Accionistas. La legislación nacional del país del emisor y las prácticas de los custodios, depositarios y cámaras de compensación, deberían asegurar que el sistema de votación por poder, funciona igualmente bien para los tenedores de ADR, como lo hace para aquellos que son tenedores de las acciones subyacentes.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

31. El otorgamiento de poderes globales a la administración para ejercitar los derechos de votación de las acciones en poder de los ADRs y las prácticas que en forma similar introducen una discriminación con respecto a los ADRs sin derecho a voto, no deberían ser consideradas una buena práctica y los contratos de custodia que disponen dichas prácticas, deberían ser evitados.

32. Las disposiciones legales que intentan proporcionar a los accionistas minoritarios la oportunidad de elegir directores, en la práctica debieran ser posibles.

33. Cuando la legislación dispone el nombramiento de director por votación proporcional, acumulativa u otros mecanismos para promover la participación de los accionistas minoritarios, los sistemas de votación deberían funcionar en la práctica en una forma que proporcione a los accionistas no controlantes, con una oportunidad real de lograr colectivamente una voz para influenciar la composición del directorio. Cuando el marco legal no incluye disposiciones que proporcionan a los accionistas minoritarios la oportunidad de influenciar en la composición del directorio, otros medios tales como requerimientos de inscribirse y de compromisos voluntarios entre accionistas para lograr una diversidad apropiada entre los miembros del directorio, podrían ser considerada.

Incentivar el surgimiento de propietarios activos e informados:

34. Los Gobiernos, reguladores y beneficiarios deberían insistir que los fondos de pensión y otros propietarios institucionales, tengan los incentivos y estructuras de gobierno, para que los incentiven a ejercitar sus funciones de propietarios de una manera informada y efectiva.

35. El medio reglamentario correcto y las prácticas de buen gobierno corporativo incentivan a los inversionistas institucionales a: (1) tomar decisiones de inversión que tengan la intención de maximizar retornos para los accionistas; y (2) ejercitar en forma efectiva sus deberes fiduciarios como accionistas en las compañías en las cuales ellos han invertido los fondos que les han sido confiados. El régimen reglamentario del sistema de pensiones y su sistema de supervisión, debería proporcionar a los administradores de fondos de pensiones, con los incentivos apropiados para maximizar los retornos de las inversiones del fondo. Las prioridades en esta área pueden variar de país en país, pero en cada caso, los creadores de política, reguladores y autoridades supervisoras, deberían estar vigilantes para proteger contra el potencial de conflictos de intereses de parte de los administradores del fondo, o de estructuras de honorarios que fijen hitos inapropiados, u otros aspectos del marco reglamentario, que ocasione que los administradores actúen de formas que no maximicen los retornos para los inversionistas.

36. De la misma manera, se necesita prestar atención especial a la administración de las inversiones de los bancos de desarrollo de propiedad del Estado (y sus contrapartes multilaterales, tales como la Corporación Financiera Internacional, la Corporación Interamericana de Inversiones, la Corporación Andina de Fomento, etc.) y los efectos de la asignación de financiamiento para gobierno controlada por el Estado. Mientras que la propiedad directa del Estado sobre la industria ha declinado, en diversos países los recursos canalizados por el Estado y por el financiamiento de bancos de desarrollo multilaterales, permanecen como importantes fuentes de financiamiento de largo plazo. Los gobiernos y los bancos de desarrollo multilaterales necesitan asegurarse que dichas fuentes de financiamiento y garantías insisten en los más altos estándares de gobernabilidad y transparencia que demanda el mercado de capitales. Las estrategias de cha-inversión, donde entidades de los sectores público y privado invierten en los

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

mismos términos, pueden proporcionar un mecanismo para asegurar un campo de juego nivelado, mientras que se incentiva la más amplia adopción de normas comunes de gobierno por los inversionistas institucionales de todos los tipos.

37. Las evaluaciones objetivas de prácticas de gobierno y transparencia debieran ser factorizadas en las decisiones de inversión de los bancos de propiedad del Estado y de los bancos de desarrollo multilaterales y afectar los precios. Los bancos de propiedad del Estado y los bancos de desarrollo multilaterales, debieran en consecuencia considerar políticas que reconozcan la mitigación del riesgo acordada por buenas prácticas de gobierno, por medio de mejorar progresivamente las condiciones de financiación para los clientes, según ellos vayan cumpliendo los objetivos de referencia señalados en los códigos nacionales o articulados en programas específicos de los bancos, o que sean desarrollados en programas desarrollados en forma colectiva.

38. Con el objetivo de incentivar la participación activa e informada de los accionistas, por parte de los fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales, deberían eliminarse las restricciones que están fuera de época y son innecesarias, sobre la capacidad de dichos inversionistas para ejercitar sus derechos de accionistas.

39. Los planes de fondos de pensiones, tanto los voluntarios privados y los obligatorios administrados en forma privada, son potencialmente el grupo más poderoso de inversionistas locales que tienen un interés en un buen gobierno corporativo. Dada la naturaleza obligatoria de alguno de los planes y la crítica función social que ellos desempeñan, los reguladores necesitan ser especialmente diligentes en el sentido que las compañías que emiten valores elegibles para inversión por parte de los fondos de pensiones, sean suficientemente transparentes y bien gobernadas.

40. Al mismo tiempo, los legisladores, reguladores y beneficiarios deberían reconocer que existe una falla en el gobierno y los reglamentos de los fondos de pensiones, que desincentivan la competencia en la administración de cartera (tal como los requerimientos que obligan explícita o implícitamente a imitar un índice a las carteras de los fondos), limita los incentivos para que los administradores de fondos coloquen un premio lo suficientemente alto sobre transparencia y gobierno. Una respuesta de política adecuada en dichas circunstancias (y una con la cual existe una cantidad de experiencias recientes en la región), puede ser modificar el régimen legal de inversión – esto es, permitiendo proporcionalmente mayores inversiones en compañías que cumple cierto objetivo de gobierno corporativo y requerimientos de información.

41. Los inversionistas institucionales que actúan como fiduciarios, deberían articular su planteamiento hacia el gobierno corporativo de sus prestatarios y sus políticas de acciones con derecho a voto que mantienen en dichas compañías, e informarlas sobre una base regular al público y a sus beneficiarios.

42. Los inversionistas institucionales deberían proporcionar la mayor cantidad de detalles como sea posible, en la revelación a sus beneficiarios y al público, lo relativo a sus normas de gobierno corporativo para las compañías de cartera y sus políticas generales, concernientes a la ejecución de derechos claves tales como los derechos de prelación y a prorrata (tag-along rights). La información sobre las prácticas de votación, debería fijar la evaluación de los costos y beneficios para los inversionistas institucionales, de participar activamente como un accionista en el gobierno corporativo y por ejemplo, identificar en que tipos específicos de la agenda de la

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

Asamblea General ejercitaría ordinariamente su voto. Los inversionistas institucionales deberían también informar los procesos y procedimientos que ellos tienen para tomar decisiones acerca de como ejercitar sus derechos de votación, incluyendo su confianza en servicios de consultoría de mandato y la cooperación con otros inversionistas institucionales para nombrar miembros del directorio. El propósito de ésta información, debiera ser el de proporcionar a los beneficiarios con una base adecuada sobre la cual hacer un juicio informado, acerca de si el inversionista institucional está tomando en cuenta los riesgos de un mal gobierno corporativo en compañías de cartera y, si el inversionista institucional toma la oportunidad de reducir riesgos y maximizar el retorno para los beneficiarios, por medio de participar activamente en el gobierno como un accionista.

II. El Tratamiento Equitativo para los Accionistas

Tratamiento justo en cambios de control:

43. El marco legal suplementado donde fuere apropiado por documentos autorizados de la compañía, debería proporcionar en forma clara y ex ante, como deben ser tratados los accionistas minoritarios cuando existe un cambio en el control corporativo.

44. El mejoramiento de la predictibilidad con respecto al tratamiento de los accionistas durante cambios en el control corporativo, permitirá a los inversionistas hacer decisiones de inversión mejor informadas, incrementa la capacidad de los mercados para transar en forma apropiada el precio de las acciones y debiera dar como resultado en una menor volatilidad total que nace de la incertidumbre y la decepción. Las compañías con accionistas minoritarios debieran asegurar el mayor grado posible de transparencia, con respecto a los términos económicos y no económicos de cualquier transacción que de como resultado un cambio en el control de la compañía. Detalles de todos los arreglos contractuales de orden substancial, en conexión con la venta de un paquete de acciones de control, debiera ser comunicado a los accionistas minoritarios, incluyendo todos los arreglos de honorarios (incluyendo con terceros) y arreglos no financieros, tales como cláusulas de no competir y contratos de suministro entre el comprador, el accionista de control vendedor y los ejecutivos y directores de la compañía.

45. De manera similar, cualquiera oferta en régimen de licitación, debiera ofrecer una revelación completa para todas las partes (incluyendo compradores, accionistas de control, administradores y directores corporativos), responsabilidad de los directores, un precio único y un tiempo razonable para que los accionistas decidan si licitar o no. Cada miembro del directorio debería considerar cuidadosamente la equidad de cualquier oferta y comunicar formalmente la opinión de dicho director a los accionistas. Recientes reformas legales en la región, indican un consenso claro, que los mecanismos que requieren de ofertas de licitación obligatorias ya sea parciales o completas (incluyendo derechos a prorrata), para el caso de cambios de control corporativos, facilita el tratamiento justo y promueve la confianza y un sólido desarrollo del mercado de capitales. Donde las leyes existentes disponen diversas opciones, los documentos autorizados de la compañía debieran eliminar cualquier tipo de ambigüedades.

46. El marco legal debería proporcionar una clara definición de aquellos eventos que transforman fundamentalmente la naturaleza de la compañía, o que son tan potencialmente perjudiciales para los accionistas minoritarios, que promueven el derecho de éstos para retirarse de la compañía,

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

47. Las leyes de compañías de la región, por lo general reconocen que existen ciertos tipos de eventos, tales como la transformación del objeto de los negocios de la compañía o una reestructuración de su capital accionario, que tan fundamentalmente afecta la relación entre la compañía y sus accionistas, de forma que en justicia se requiere que a los accionistas en disenso se les permita retirarse de ésta. Las leyes nacionales debieran ser lo más explícitas como sea posible, acerca de que tipos de acciones corporativas gatilla derechos de retiro y disponer en la forma más detallada posible, una definición de éstos eventos según fuere practicable. Donde la ley nacional no es clara o cuando se proporcionan salidas bajo la ley de compañías, los documentos autorizados de la compañía debieran llenar las lagunas necesarias.

48. El marco legal debería proporcionar un sistema justo, práctico y predecible, para evaluar las acciones de los inversionistas minoritarios, en casos de la terminación de la cotización oficial o del ejercicio de derechos de retiro, lo que se acerca lo más posible a ofrecer a los accionistas minoritarios con su interés a prorrata en el valor económico de la compañía.

49. La legislación, los reglamentos de la bolsa de comercio y los documentos autorizados de la compañía, en la práctica han fallado en asegurar un tratamiento justo para los accionistas en los casos de maniobras societarias destinadas a excluir a los socios minoritarios o a limitar sus derechos (*squeeze-outs*), terminación de cotizaciones oficiales y, el ejercicio por parte de los accionistas de derechos de retiro legales. En dichos casos, el objetivo de la política debiera ser permitir que los accionistas se aseguren el valor económico a prorrata inherente a sus acciones. Mientras que ningún método es perfecto, aquellos que descansan en evaluaciones independientes, son superiores que aquellos que lo hacen sobre capital histórico o con precios de mercado de valores ilíquidos fácilmente manipulados. En el evento de una maniobra societaria destinada a excluir a los socios minoritarios o a limitar sus derechos (“*squeeze-out*”), una decisión para retirarse de cotización oficial o un evento que gatilla los derechos de retiro legales, cada miembro del directorio debería considerar adecuadamente la justicia de cualquiera de dichas transacciones para con los accionistas que se retiren y, comunicar formalmente en los registros su opinión a los accionistas. Los directores que son accionistas, deberían revelar qué acciones ellos tomarán con respecto a sus propias acciones, cuando más de un curso de acción está disponible.

III. El Rol de los Interesados en el Gobierno Corporativo

50. El directorio debería de asegurar que existen estructuras confiables de información, para ofrecer familiaridad y cumplimiento entre los ejecutivos corporativos con la legislación relacionada con los derechos de los empleados y de otros interesados.

51. Es importante que ciertos derechos que son otorgados a los empleados y a otros interesados con relación a la corporación, o en el proceso de gobierno de ésta, sean reconocidos y respetados y que, su cumplimiento pueda ser exigido. Ver que los derechos de dichos interesados sean respetados en la práctica, es una responsabilidad de la administración de la compañía, mientras que el directorio es responsable por supervisar en forma vigilante los esfuerzos de la administración en éste respecto. Esto requiere entre otras cosas, que existan estructuras internas eficaces como para informar a los oficiales ejecutivos acerca de éstos derechos y hacerlos responsables en cualquier momento en que estos derechos no sean respetados. Debería ser responsabilidad del directorio, asegurarse de que dichas estructuras de información y de comunicación estén establecidas para su cumplimiento.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

52. Las compañías deberían considerar sobre una base voluntaria, preparar y emitir informes acerca de las relaciones con los interesados.

53. La competitividad corporativa es el resultado de trabajo en equipo, con las contribuciones de diversos proveedores de recursos, incluyendo a los empleados. Los accionistas pueden en consecuencia tener un interés en comprender como las compañías, mas allá de los requerimientos legales, buscan desarrollar dichas relaciones, en orden a promover los prospectos futuros de la corporación. Las relaciones con interesados distintos de los empleados, incluyendo las comunidades locales, son de importancia. Es esencial que dichas relaciones sean llevadas con total integridad y sean perseguidas de un modo transparente, de manera que haga que la naturaleza de los compromisos sea lo más predecible como sea posible. Hasta el alcance de que las normas nacionales e internacionales de revelación de las relaciones con los interesados gane aceptación, las compañías deberán emplearlas en sus informes anuales o en otros informes periódicos. Un ejemplo de tales hitos es la Iniciativa de Información Global (*Global Reporting Initiative*).

54. El directorio y la administración deberían incentivar y facilitar la información de comportamientos ilegales o poco éticos.

55. Las prácticas ilegales o poco éticas de parte de ejecutivos corporativos, puede no sólo violar los derechos de los interesados, sino también puede ir en detrimento de la compañía y de los accionistas, en términos de efectos de reputación y de un incremento del riesgo de futuras obligaciones financieras. Las estructuras y políticas de información internas, debieran en consecuencia asegurar que los ejecutivos corporativos individuales, no utilicen sus posiciones, por ejemplo como empleados, para obstaculizar reclamos de interesados por medio de amenazas o de compensaciones ilícitas. Las compañías también están incentivadas para establecer procedimientos y protecciones con respecto a empleados y otros terceros que dan la alarma (*whistle blowers*), que hacen reclamos concernientes a conductas ilegales y poco éticas. Por ejemplo, algunas compañías han establecido un ombudsman (un defensor) para tratar los reclamos de los interesados. Los reguladores pueden querer establecer una línea telefónica confidencial y facilidades de correo electrónico para tratar los reclamos. Los procedimientos y protección para los reclamos de parte de empleados, pueden ser útilmente apoyado por un código de ética de la compañía, el cual con términos no inciertos, formula los valores básicos a los cuales deben adherir los empleados en todos los niveles en sus capacidades profesionales.

IV. Información y Transparencia

La Calidad e Integridad de los Informes Financieros

56. El marco legal y reglamentario concerniente al proceso de información financiera, debería ser evaluado con una visión especial hacia potenciales conflictos de interés de aquellos involucrados, incluyendo a los auditores externos.

57. El informe anual es la información pública más amplia e importante sobre la compañía. Los mercados de capitales eficientes, requieren en consecuencia que la información sea preparada, verificada y difundida de una manera correcta y oportuna. En este proceso, es importante que la división de las responsabilidades entre los diversos órganos de la compañía y los proveedores externos de servicios esté bien definida y que su criterio y acciones, no estén comprometidos por conflictos de interés.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

58. Los fijadores de normas para las compañías que se cotizan en la bolsa de comercio, deberían con toda la velocidad deliberada, hacer que todas las normas nacionales de contabilidad coincidan totalmente con los Estándares de Información Financiera Internacional (IFRS) (International Financial Reporting Standards).

59. Los inversionistas en compañías que se cotizan en la bolsa de comercio, tienen derecho a una información financiera que sea precisa, completa, amplia y comparable a través de las compañías. Cada vez más, esto significa que los inversionistas tanto locales como internacionales, necesitan que los estados financieros sean preparados de acuerdo con normas reconocidas, que invitan en vez de impedir, a comparaciones entre compañías en las mismas industrias, sin importar donde ellas estén localizadas. Aún donde las normas de contabilidad nacionales difieren materialmente de las IFRS, las compañías cotizadas en la bolsa de comercio, deberían sobre una base voluntaria o en cumplimiento con las reglas de afiliación, proporcionar a los inversionistas estados preparados de acuerdo con las normas IFRS.

60. Los informes financieros deberían ser auditados por auditores externos independientes, competentes y calificados, de acuerdo con normas internacionales de alta calidad.

61. Un paso crítico en el proceso de información es la auditoría externa. Mercados eficientes y la confianza de los inversionistas requieren que las auditorías externas sean efectuadas de una manera profesional, que esté libre de cualquier tipo de conflictos de intereses que puedan comprometer el juicio del auditor y la calidad de la auditoría. El marco legal y reglamentario debería esforzarse para asegurar la independencia de los auditores, por medio de la inclusión de reglas claras concernientes a la rotación de las firmas auditoras y o socios de auditoría, revelación de honorarios no provenientes de la auditoría y, prohibiendo a las firmas auditoras de ofrecer ciertos servicios, que en forma clara comprometen su capacidad para llevar a cabo una auditoría objetiva. El auditor externo debería ser contratado por un período limitado y específico. En aquellos países donde la rotación de firmas de auditoría o de socios de auditoría aún no sea requerida, su renovación deberá ser concretada después de una evaluación satisfactoria acerca de su independencia y desempeño. En el caso de servicios permitidos que no sean de auditoría, el Directorio o el Comité de Auditoría, debería ser responsable por decidir que el suministro de dichos servicios por parte de los auditores externos, no comprometerá la calidad u objetividad de la auditoría. Por esta razón, se recomienda que la compañía por ejemplo, revele en forma total todos los servicios suministrados por parte de los auditores externos independientes de la compañía y sus partes relacionadas que no sean de auditoría. Los accionistas también tienen derecho a conocer qué porción de los honorarios del auditor están representados tanto por servicios de auditoría, como aquellos que no son servicios de auditoría para la compañía y sus afiliadas. La ambición para mejorar la independencia y responsabilidad del auditor para los accionistas, está reflejada adicionalmente, en las normas de “Principios de Independencia del Auditor y el Rol del Gobierno Corporativo en Monitorear la Independencia del Auditor” (*“Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring and Auditor’s Independence”*) de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) (*International Organisation of Securities Commissions*).

62. También es importante que este desarrollo e implementación de las normas de auditoría, sea supervisado por un cuerpo eficaz, que actúe en el interés del público y que sea independiente de la profesión de contabilidad y auditoría. En este respecto, los “Principios sobre Supervigilancia de

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

los Auditores” de IOSCO (“*Principles on Auditor Oversight*”), pueden servir como una pauta útil acerca de los mecanismos requeridos para una vigilancia efectiva.

63. Finalmente, es importante que la profesión de auditor en América Latina cumpla con las normas profesionales más altas. Las firmas auditoras que operan a escala global y proporcionan servicios a compañías latinoamericanas, debieran en consecuencia asegurarse que sus prácticas en Latinoamérica cumplen con los más altos estándares que son aplicados en otros mercados de capitales más desarrollados.

64. La compañía debería revelar a los accionistas, todas sus relaciones comerciales y las disposiciones substanciales de sus contratos, con conductos de información corporativa, tales como agencias de calificación, bancos de inversión y analistas.

65. Las compañías, accionistas y otros con un interés en la compañía, dependen para las funciones críticas en proveedores de servicios profesionales externos. Los accionistas tienen derecho a tener una base transparente y razonable, sobre la cual evaluar la calidad y objetividad de la asesoría recibida de parte de dichos profesionales. Esto sólo puede ser realizado, si las relaciones comerciales y las disposiciones substanciales de los contratos con dichos profesionales, son reveladas a los accionistas de una forma completa y oportuna.

Información sobre Propiedad y Control:

66. El marco legal debería permitir medios eficaces para obtener información acerca de quienes gozan de la propiedad y el control.

67. La información precisa acerca de los propietarios finales, es esencial para identificar potenciales conflictos de interés, transacciones entre partes relacionadas y comercio interno – transacciones que pueden ir en detrimento de los accionistas minoritarios. La autoridad y obligaciones de los cuerpos de supervigilancia, custodios, intermediarios financieros, otros proveedores de servicios y corporaciones, relativos a la propiedad final y control de la compañía, deben ser especificados y cumplidos. Se deben realizar esfuerzos para mejorar la cooperación entre dichos organismos, en orden a identificar importantes propietarios finales, de manera que los reglamentos que dependen de dicha información, por ejemplo, aquellos concernientes a las transacciones entre partes relacionadas puedan ser cumplidos. Una referencia útil en este trabajo, es el modelo de la OECD, “Opciones para Obtener Información acerca de Propietarios Finales y Control” (“*Options for Obtaining Beneficial Ownership and Control Information*”). De una manera práctica, el modelo describe lo apropiado y efectivo de tres opciones que no son exclusivas mutuamente: 1) Revelación frontal; 2) Imponer una obligación a los proveedores de servicios de mantener información sobre propiedad final y control; y 3) Dependencia de un sistema de investigación. El modelo está estructurado como una herramienta de auto evaluación, relacionada con la factibilidad y eficacia de estas tres opciones.

68. Las leyes y reglamentos deberían dejar en claro que es responsabilidad de cada compañía cotizada en la bolsa de comercio, revelar su estructura de propiedad y, que los accionistas que son propietarios de una porción específica del capital y votos respectivamente, deben informar sobre el conjunto de sus inversiones e informar sobre cualquier cambio de su propiedad a la compañía, a la bolsa de comercio y al público en general.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

69. La transparencia en la estructura de la propiedad y control de una compañía es necesaria, si los actuales y potenciales inversionistas deben evaluar su capacidad para influir en los procesos de toma de decisiones. Los accionistas actuales y los potenciales, deberían conocer en forma total la identidad de aquellas personas que tienen un control de hecho sobre la compañía y ser capaces de identificar quienes otros tiene un interés económico en ella. En orden a que los accionistas puedan votar por sus acciones y ejercitar otros derechos de propiedad y económicos de una manera informada y oportuna, ellos debieran tener un acceso inmediato y sin costo a la lista de accionistas.

70. El marco legal y los reglamentos de la bolsa de comercio, deberían proporcionar medios para una información completa sobre los convenios de accionistas, que podrían concebiblemente tener un impacto acerca de como es gobernada la compañía, o de como los otros accionistas pueden ser tratados. Dichos convenios incluyen acuerdos con respecto al ejercicio de los derechos de voto, convocatorias y opciones de ventas de acciones, opciones de compra, votaciones de acciones de tesorería y poderes de ciertos accionistas para designar a los ejecutivos corporativos.

71. Los accionistas tienen el pleno derecho de entender los mecanismos a través de los cuales se ejercita el control sobre las operaciones en la compañía. En muchos casos, los contratos entre accionistas de control, determinan las relaciones finales del poder dentro de la firma y que divergencias de intereses pueden existir entre los accionistas de control y otros accionistas. Los prospectos e informes anuales deberían requerir la inclusión de un estado completo de todos los aspectos substanciales de cualesquiera de los contratos existentes de accionistas y, dichos contratos debieran ser registrados en el registro de accionistas y ser puestos a disposición de los accionistas a un costo mínimo. El marco legal debería disponer que los contratos con accionistas, no informados de acuerdo con los requerimientos legales en el registro de accionistas son inoponibles. La no-revelación de los contratos con accionistas, también debe quedar sujeta a los mismos tipos de sanciones administrativas y judiciales, tal como otras fallas para revelar información substancial a los inversionistas – pero debieran ser las partes de estos contratos y no la compañía en sí quienes paguen las multas.

72. En el desempeño de sus deberes, los miembros del directorio deberían estar libres para ejercitar su mejor criterio en el interés de la compañía y de todos los accionistas. De acuerdo a lo anterior, los contratos con accionistas de ninguna forma debieran restringir la capacidad de los miembros individuales del directorio para actuar. Las disposiciones de los contratos con accionistas, que significan otorgar el poder a accionistas individuales para instruir a los miembros del directorio acerca de cómo ellos deben votar en éste, deberían ser nulas y sin ningún valor bajo la ley nacional. Las leyes nacionales que autorizan a los accionistas para instruir a los miembros del directorio que ellos nombran, sobre la forma en que deberían ejercer sus deberes en el directorio, deberían ser derogadas.

Conflictos de Intereses y Transacciones con Partes Relacionadas:

73. El marco legal debería requerir que la compañía y los accionistas de control, identifiquen a todas las partes con quienes los propietarios de control tienen una relación de negocios substancial que es relevante para la compañía y a la revelación plena de todas las transacciones substanciales con partes relacionadas.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

74. El marco legal debería requerir la plena revelación sobre una base de periodicidad, de la afiliación de los directores e intereses y de las remuneraciones totales. La publicación de dicha información debería ser incluida en los informes periódicos que la compañía pone a disposición de los accionistas.

75. Las compañías deberían articular sus políticas e informarlas en su totalidad, con respecto a las transacciones que pueden ocasionar preocupación para los accionistas minoritarios, debido a potenciales conflictos de interés de los propietarios de control, directores y administradores.

76. Ciertos tipos de actividades corporativas que involucran potenciales conflictos de interés de parte de los accionistas de control y la administración de la compañía – incluyendo las transacciones con partes afiliadas, préstamos a personas vinculadas a ésta, contratos de administración con accionistas de control o afiliadas y la co-inversión por parte de la compañía en otros negocios de los accionistas de control, han pasado a quedar bajo un escrutinio especial de parte de los accionistas minoritarios en América Latina. Estos procedimientos pueden involucrar una revisión por comités especiales del directorio compuestos por directores independientes, mediante la obtención de opiniones de expertos externos independientes y, en algunos casos, un requerimiento de aprobación por parte de los accionistas minoritarios.

77. Todas las compañías deberían identificar las actividades que presentan un potencial particular para conflictos de intereses y articular en forma clara sus políticas, acerca de como asegurar que dichos conflictos no den como resultado transacciones en términos desfavorables para la compañía. Estas políticas debieran ser plenamente informadas a los accionistas y al público. Ciertos tipos de transacciones permitidas bajo la ley nacional (por ejemplo, préstamos de compañías no financieras a personas vinculadas a la empresa, accionistas de control y sus afiliadas), pueden presentar un potencial tan grande para conflictos de intereses reales o potenciales, que la política más sabia de la compañía puede ser simplemente su prohibición. En los casos de transacciones permitidas, un planteamiento útil podría ser el de colocar la carga de la prueba en la compañía y de la parte en conflicto, para demostrar que los términos de dicha transacción son en interés de la compañía y de todos los accionistas.

78. En el caso de compañías con cotización oficial controladas por familias, las políticas de la compañía relativa a la interacción de la compañía y la familia (tal como el empleo de miembros de la familia en la compañía y en los paquetes accionarios de la familia), deberían ser claramente explicadas y reveladas.

79. Los accionistas de control, directores, administradores y otras personas vinculadas con la compañía, deberían ser requeridos para efectuar la información completa de todas sus transacciones en valores de la compañía y de sus afiliadas.

80. La revelación de planes de negociación por parte de personas vinculadas es útil, tanto para el mercado como para las mismas personas vinculadas, ya que ellas retienen alguna libertad de negociación, sin el temor de acusaciones infundadas acerca de efectuar transacciones sobre la base de información no revelada. Las sanciones por la omisión en hacer la revelación oportunamente deberían ser suficientes como para disuadir de su incumplimiento.

81. Para incentivar la confianza pública en la integridad de los mercados, todas las jurisdicciones deberían aplicar reglamentos de “short swing profit” (ganancias derivadas de

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

operaciones de compra y reventa de acciones y otros títulos en el corto plazo), que requieran de las personas vinculadas a la empresa, que devuelvan a la compañía las utilidades percibidas a través de la compra y venta de acciones dentro de plazos sospechosamente cortos.

82. La negociación activa por parte de personas vinculadas a la empresa, siempre hace surgir la preocupación de que ésta puede estar motivada por acceso privado privilegiado a la información corporativa. Cuando las compras y las ventas se efectúan dentro de un período muy corto de tiempo por la misma persona vinculada a la empresa, el mejor curso para incentivar la confianza de los accionistas, es el de prohibir dichas transacciones y, si éstas ocurren, requerir que cualquier tipo de utilidades resultantes obtenida, sea devuelto a la compañía.

Información Retenida Temporalmente o Información Reservada:

83. En jurisdicciones que permiten al directorio retener información substancial del público, debieran existir limitaciones estrictas sobre la naturaleza de dicha información “reservada” y la cantidad de tiempo en que dicha información puede permanecer como no pública. La carga debiera estar siempre sobre el directorio de la compañía y de la administración, para demostrar por qué la no-revelación continuada es legal y apropiada.

84. No obstante que existen oportunidades en las cuales la información que está en posesión del directorio, necesita ser mantenida en forma confidencial en el mejor interés de la compañía, tal como en los casos de negociaciones en curso, esta práctica debiera estar restringida en términos de la naturaleza de la información y del período de tiempo durante el cual esta información puede ser retenida. El directorio debería realizar en cada caso una determinación explícita de porqué dicha información debe ser temporalmente retenida. El regulador de valores debería revisar la determinación del directorio e insistir en períodos cortos para la retención de la información y rechazar las decisiones del directorio cuando incumplen con las normas legales.

Políticas de Gobierno Corporativo:

85. Todas las compañías cotizadas en la bolsa de valores, deberían al menos proporcionar sobre una base anual, un informe actualizado sobre estructuras y practicas de gobierno corporativo. Dichos informes debieran ser de la responsabilidad del directorio y donde éste existiere, del comité ejecutivo del directorio.

86. Las compañías deberían informar en el contexto de sus políticas en vigencia, de cualquier cambio efectuado desde la última información, por qué dichos cambios fueron efectuados, los procedimientos para asegurar su cumplimiento y una evaluación del cumplimiento de la compañía. Los reguladores y las bolsas de comercio deberían requerir dicha información y, donde existen normas reconocidas, disponer que la compañía de una descripción de la justificación por cualquier tipo de divergencia entre las prácticas recomendadas y dichas normas.

V. Responsabilidades del Directorio

Integridad del Directorio e Independencia de los Directores:

87. El marco legal así como también las prácticas generalmente aceptadas, deberían reflejar que todos los directores, individual y colectivamente, debieran actuar en el interés de la

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

compañía y de todos sus accionistas. No obstante que los votos de los accionistas individuales o de grupos de accionistas pueden colocar un director en el directorio, esto no implica que dichos accionistas puedan controlar la conducta de dicho director en su calidad de miembro del directorio.

88. En el desempeño de sus deberes, el directorio no debe actuar o ser visto actuando, como una asamblea de representantes para diversos sectores. Mientras que un miembro individual del directorio puede ser sin lugar a dudas nombrado o elegido por un solo accionista o un grupo de éstos con pensamientos afines que votan en conjunto, debería quedar muy claro que una vez que ellos han asumido sus responsabilidades como miembros del directorio, todos ellos están sujetos a los mismos deberes según se prescribe en la ley de compañías, en los documentos autorizados y otros documentos relevantes. Una importante característica del trabajo del directorio, es que los deberes de cada miembro de éste, sin importar cómo fueron elegidos, sean efectuados de una manera igualitaria con respecto a los intereses de la compañía y de todos los accionistas.

89. Los documentos autorizados de muchas compañías disponen que los accionistas minoritarios y otros puedan nombrar miembros en el directorio. Sin lugar a dudas, este "White Paper" y muchos códigos modelo, recomiendan que se adopten mecanismos que aseguren que los accionistas minoritarios tengan una oportunidad de contribuir al gobierno de la compañía por medio del nombramiento de directores. Esto no debe ser interpretado como un endoso para directores de “sectores”, sino que por el contrario, como un medio de lograr el tipo de diversidad de experiencias y una visión en el directorio que sea deseable.

90. Los documentos autorizados y otros documentos relevantes que permiten a los accionistas interferir en el ejercicio de sus deberes por parte de los directores, para actuar en el mejor interés de la compañía y de todos los accionistas, en áreas que están dentro de la competencia del directorio, deben ser evitados. Los accionistas expresan su voluntad y protegen sus intereses a través del ejercicio de sus derechos contractuales y legales, incluyendo la participación en Asambleas de Accionistas, y no por medio de instruir a los directores acerca de cómo votar en el directorio. El marco legal y los documentos autorizados de la compañía no deberían permitir prácticas (tales como las “reuniones previas” y las instrucciones acerca de cómo votar, por parte de accionistas cuyos votos han colocado a un director en el directorio), donde los accionistas pueden limitar la capacidad de los directores para ejercitar sus deberes para actuar en el mejor interés de la compañía y de todos los accionistas.

91. En el caso de compañías controladas por un solo accionista o por un grupo de accionistas actuando de consuno, el directorio tiene una responsabilidad de asegurar que el rol especial del propietario de control, es entendido por otros inversionistas y para asegurar que la relación entre la compañía y el propietario de control es conducida de una manera justa y transparente.

92. En la práctica, los propietarios del control pueden por cierto contribuir con un aporte valioso, contactos y redes de trabajo que benefician el trabajo del directorio y las operaciones corporativas. Cuando este es el caso, no obstante es crucial que estas relaciones sean bien entendidas y comunicadas y que la compensación a ser suministrada a los propietarios de control a cambio por dichas contribuciones, esté fijada cuando la contribución es hecha y que no sea determinada por el propietario de control más tarde y a su sola discreción.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

93. Se requiere de una mayor especificidad en el marco legal de la región, con respecto a los pasos de procedimiento que los directores deben tomar para cumplir con sus deberes de cuidado y lealtad hacia la compañía.

94. Los marcos legales de la región son razonablemente claros, en el sentido que los directores deben a la compañía (y por extensión a sus accionistas) un deber de lealtad y uno de cuidado. No obstante, aún existen vacíos en el marco legal con respecto a las responsabilidades específicas de los directores, en casos de eventos corporativos extraordinarios que requieren de la aprobación de los accionistas, tales como los cambios de control, fusiones, reestructuraciones, nuevas inversiones substanciales, venta de activos críticos y transacciones con partes relacionadas. Dada la escasez de experiencia y precisión en la interpretación del deber de lealtad y cuidado por las cortes en los países de la región, los legisladores y reguladores debieran favorecer las reglas de “*bright line*”, que disponen que ciertos eventos específicos impulsen pasos procesales bien definidos que los directores deberán tomar. Uno de los asuntos claves, que dichas reglas de “*bright line*” deben estar diseñadas para tratar, es el desequilibrio en la información entre accionista de control, directores y administradores por una parte y los accionistas minoritarios por la otra. En dichos casos, la ley, los requerimientos de afiliación a la bolsa de comercio y los estatutos de la compañía, deberían como mínimo requerir a todos los directores, que revelen individualmente cualquier tipo de intereses en la transacción que está sometida a consideración y a proporcionar una opinión por escrito bajo su firma a los accionistas con sus recomendaciones.

95. Para promover la integridad del directorio, los accionistas deberían tratar de tener un número suficiente de directores que sean independientes de la administración y de los accionistas de control.

96. La administración de la compañía debería ver al directorio como un recurso valioso. Esto requiere que los directores estén dispuestos y sean capaces de llegar a juicios independientes y a proporcionar una dirección objetiva al Presidente del Consejo de Administración (*CEO*) y a la administración principal. De manera importante, los directores independientes pueden jugar un papel clave en muchas de las funciones más críticas del directorio, tales como la revisión de transacciones entre partes relacionadas y supervigilando la auditoría y los controles internos. Las relaciones entre directores y accionistas de control, no comprometen automáticamente la capacidad de los directores para ejercer su juicio en forma independiente de la administración, pero es en el interés general de la compañía y de todos los accionistas, que el directorio también incluya directores que no sean ni administradores ejecutivos de la compañía y que no estén ligados directamente con los accionistas de control.

97. Mientras que se han realizado progresos en los últimos escasos años, aún existe mucho espacio para mejora en las prácticas de nombrar directores que pueden contribuir con juicios independientes. Dado que el criterio objetivo para “independencia” puede variar entre países y compañías, dependiendo de los patrones de control y afiliaciones con otras compañías, la definición de independencia para una compañía individual puede ser útilmente referida con relación a códigos nacionales, reglamentos o pautas de buenas prácticas que reflejen las circunstancias nacionales. Sin perjuicio de cómo una compañía define “independencia”, los accionistas necesitan estar activamente involucrados en el proceso de desarrollar dicho criterio a favor de la independencia.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

98. Un criterio básico en todos los casos, es que los ejecutivos corporativos no pueden servir como directores independientes. Diversos países en América Latina ya requieren la separación del Presidente del Consejo de Administración (*CEO*) y del Presidente del Directorio, algo que debe ser mirado como “buena práctica” también en las jurisdicciones de América Latina, donde dichos requerimientos obligatorios no existen.

99. En orden a fortalecer adicionalmente la capacidad y contribuciones efectuadas por los directores independientes, la compañía puede considerar la posibilidad que los directores independientes se reúnan entre ellos sobre una base regular (esto es, separados de los administradores y los directores asociados con los accionistas de control). También deberían ser capaces de contar con recursos financieros y profesionales adecuados para desempeñar sus funciones de una manera informada y profesional.

100. Las prácticas y estructuras del directorio deberían reforzar la capacidad de los miembros individuales del directorio y de éste como un todo, para actuar independientemente de la administración y de los accionistas de control.

101. La mejora de las prácticas y estructuras del directorio, incluyendo a los comités permanentes, pueden incrementar la efectividad y credibilidad del directorio. Dichas mejoras son particularmente importantes cuando existe una amplia creencia que los directores afiliados con los accionistas de control, la administración u otras partes interesadas, serán discriminados en las decisiones que involucran los intereses de dichas partes. Cada compañía debería tener una política muy clara, fijando cómo su directorio considerará y decidirá estos asuntos que involucran potenciales conflictos de intereses. Dichas políticas deberán ser redactadas tomando en consideración las particulares circunstancias de los negocios de la compañía, su propiedad y administración y la composición de su directorio. Las políticas del directorio deberían requerir que los directores que tienen una afiliación con una parte interesada en una transacción que ha sido sometida a consideración, se abstenga de las discusiones y votación del directorio. Cuando la naturaleza de los negocios de la compañía es tal, que dichas transacciones son un lugar común, la mejor solución puede ser la de establecer un “comité de conflictos” del directorio de carácter permanente, con claros términos de referencia y que estará formado por directores que no están afiliados con las partes involucradas.

102. Los reguladores y las bolsas de comercio deberían tomar medidas para acelerar el proceso de establecimiento de los comités del directorio, con al menos una mayoría de directores independientes, para servir en funciones que pueden involucrar conflictos de interés inherentes. Los ejemplos incluyen la supervigilancia de las auditorías, revisión de remuneraciones y de transacciones con partes relacionadas.

103. Las prácticas en el ámbito mundial se están moviendo claramente en dirección hacia un mayor rol para aquellos comités de propósitos especiales de los directorios, particularmente en las áreas de auditoría y remuneraciones. El contexto de los códigos nacionales para buenas prácticas y políticas de gobierno corporativo adoptados por importantes compañías latinoamericanas, también refleja un creciente consenso, acerca de que los comités de propósitos especiales, pueden constituir un medio eficaz, para asegurar que de hecho el directorio ejecute funciones claves y como un medio de dar seguridad a los inversionistas. No obstante, una mayoría de las compañías

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

latinoamericanas cotizadas en bolsa necesitan hacer más aún, en orden a desarrollar prácticas de comité eficaces.

104. En orden a asegurar líneas claras de responsabilidad y de información para todo el directorio y finalmente para la compañía y sus accionistas, solamente miembros del directorio deben ser miembros de los comités de éste. Los miembros de los comités del directorio con responsabilidad para supervisar funciones críticas de administración y de conflictos de intereses, debieran reunirse entre ellos sobre la base de un programa regular. Los miembros independientes del comité de auditoría debieran reunirse periódicamente con los auditores externos de la compañía sin la presencia de los administradores. No obstante, en la práctica ordinaria de las reuniones, figuras claves de la administración tales como el Presidente del Consejo de Administración (*CEO*), el Jefe Ejecutivo Financiero y aquellos a cargo de los controles internos, puede esperarse que atiendan a reuniones del comité de auditoría.

105. Cuando se establecen comités para propósitos especiales, sus remitidos, composición, procedimientos de trabajo y actividades principales, deberían ser documentadas formalmente e informadas.

106. Mientras que el uso de los comités de propósitos especiales del directorio se ha expandido alrededor del mundo en los años recientes, aún existe una gran confusión en muchas jurisdicciones, concernientes a su situación jurídica, responsabilidades, composición, etc. En orden a que estos comités puedan actualmente mejorar el funcionamiento del directorio y asegurar a los inversionistas que ellos sirven a un significativo propósito, su rol, mandato, estatuto y composición debería ser clarificado y comunicado al mercado, incluyendo la emisión de informes periódicos a los accionistas sobre sus principales actividades.

107. Los creadores de política y reguladores deberían revisar la experiencia con organismos internos de vigilancia y revisar el marco legal para que refleje una evaluación realista de acerca de su futura utilidad.

108. De manera tradicional, los organismos internos de vigilancia corporativa (por ejemplo, consejos fiscales, revisores fiscales, síndicos, comisarios), pueden a veces jugar un rol complementario del directorio para proteger los intereses de minorías particularmente vulnerables, tales como a los tenedores de acciones sin derecho a voto o aquellas con derecho a voto limitados. En dichas instancias, los creadores de políticas y reguladores deberían trabajar para reforzar su efectividad, por medio de proporcionarles la adecuada autoridad dentro de la compañía para ejercitar sus deberes de una manera eficaz. Las compañías necesitan proveer a dichos organismos con los recursos requeridos para cumplir con sus roles y deberían comunicar a los accionistas tanto los remitidos de dichos organismos y las actividades a las que ellos se obligan para la protección de la compañía y la de sus accionistas.

109. No obstante, los profesionales habilitados y los legisladores necesitan ser realistas acerca de las funciones, responsabilidades y capacidad práctica de los consejos fiscales (*conselhos fiscais*), revisores fiscales, síndicos y comisarios. En muchos casos, es probable que los comités del directorio prueben que pueden ser superiores en la protección de los derechos de los accionistas y asegurar una eficaz administración de la compañía en el largo plazo. En todo caso, los tradicionales órganos internos de vigilancia corporativa no pueden ser substitutos de, y algunas veces pueden duplicar el trabajo de un comité de auditoría del directorio de buen funcionamiento,

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

al supervisar la suficiencia de los sistemas de control internos de la compañía y la integridad de su auditoría externa independiente. Debido a que los comités del directorio están formados por directores con una relación directa con los otros miembros de éste y de la administración, ellos pueden contar con los recursos del directorio, ya que los directores involucrados en el desarrollo de estrategias y de supervisar los negocios de la compañía, los miembros de los comités de auditoría u otros especiales, tienen un mayor acceso a la administración y a la información.

110. Los creadores de políticas y las compañías deberían considerar cuidadosamente si los beneficios de permitir director “alternos” o “suplementarios” justifica los potenciales riesgos a la efectividad del directorio. Cuando de hecho fuere el caso de que se permita dicha clase de directores, el marco legal y cuando fuere necesario, documentos autorizados de la compañía, deberían dejar claramente de manifiesto cuáles son los roles y responsabilidades de los directores que sirven como “alternos” o “suplementarios” y cuáles con las implicancias para los directores “a tiempo completo” o “principales”. La existencia de directores “alternos” o “suplementarios”, jamás debe ser permitida para diluir los incentivos para todos los directores, para que ejecuten diligentemente sus deberes en el mejor interés de la compañía y accionistas.

111. En muchas, sino en la mayoría de las jurisdicciones de la región, se permite que el directorio de una compañía incluya tanto directores principales como alternos (o “suplentes”). Dichos directores por lo general tienen el derecho de asistir a las reuniones del directorio, pero sólo pueden ejercer legalmente su voto en el evento de ausencia de un director principal (a menudo el director principal con quien el director alterno se pareó cuando fue elegido por la Junta General de Accionistas). En algunos casos, la distinción entre directores principales o alternos es ignorada en la práctica, estando todos los directores involucrados en actividades del directorio y la mayoría, sino todas las decisiones son tomadas en consenso. No obstante, en otras circunstancias, la existencia de alternos puede reducir la intensidad del compromiso de los directores principales, incluyendo su asistencia las reuniones del directorio y al mismo tiempo que le envía una señal a los alternos en el sentido que ellos son algo más que observadores. El resultado también puede ser una participación menos que suficiente de ambos conjuntos de directores. Cuando ese es el caso, el marco legal o los documentos autorizados de la compañía debieran abolir la práctica de los directores alternos. En cada uno de los casos, los accionistas y directores deberían comprender claramente aquello que se espera de los directores alternos, en términos de participación en las actividades del directorio y sus responsabilidades legales con relación a la compañía y sus accionistas.

Desarrollo de una Cultura de Directorios Eficaces:

112. Todas las compañías, ya sean que estén cotizadas en bolsa o que se mantengan como privadas, deberían desarrollar y poner a disposición de sus accionistas un conjunto de políticas escritas que definen el rol y los procedimientos de trabajo del directorio y sus directores.

113. Un directorio eficiente agrega valor a las operaciones de la compañía a través de una cantidad de dimensiones. En orden a lograr una mayor eficiencia del directorio y ofrecer a los accionistas una mayor claridad acerca de cómo el directorio intenta cumplir con sus responsabilidades, es importante que los miembros de éste por sí mismos, estén activamente comprometidos en la formulación de sus tareas y procedimientos de trabajo. Una manera útil de llevar esto a cabo, es la de elaborar un documento escrito que pueda servir como guía, así como

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

también, como una herramienta para la evaluación. Este documento debería ser puesto a disposición de todos los accionistas. Las partes relevantes debieran ser incluidas en el informe anual, que también debería registrar las actividades del directorio, las competencias de los miembros individuales del directorio y su participación en las reuniones de éste.

114. *El directorio debería asegurar el cumplimiento de las leyes aplicables y buscar que el afianzamiento de una cultura ética penetre las operaciones de la compañía.*

115. El interés de largo plazo de una compañía no sólo es cumplir con la ley, sino también el de establecer una cultura ética para manejar sus negocios en una base diaria con sus clientes e interesados. Estas metas pueden ser adicionadas mediante el desarrollo por parte del directorio, sobre una base voluntaria, de normas éticas para la empresa. Dichas normas podrían incluir como una referencia, elementos ampliamente reconocidos tales como el *UN Global Compact* (Compacto Global de las Naciones Unidas) y las Guías para las Empresas Multinacionales (*Guidelines for Multinational Enterprises*) de la OECD. Tal como se indicara en la sección relativa a los interesados, los directorios también debieran ser incentivados para desarrollar procedimientos y salvaguardias para proteger “*whistle-blowers*” (“informantes”), quienes reportan actividades ilegales o poco éticas dentro de la compañía. Dicha información puede ser facilitada por medio de suministrar a dichas personas acceso confidencial a alguna persona en el directorio, a menudo un miembro de un comité de auditoría o de un comité de ética.

116. *Los documentos autorizados de la compañía y otros relevantes, deberían disponer los mandatos de los directores, tamaño de los directorios, programas de reuniones del directorio, criterio de calificación de directores y, medidas de evaluación del directorio y de directores, lo que incrementa la probabilidad que unos y otros tengan la capacidad y voluntad para desempeñar sus deberes.*

117. En orden a que un directorio funcione en forma eficaz, los miembros de éste deberían tener una mezcla de características profesionales y personales y debieran reunirse una cantidad adecuada de veces por año para revisar las operaciones de la compañía, intercambiar puntos de vista y tomar decisiones informadas. El tamaño óptimo del directorio, los criterios de calificación de directores y la planificación de las reuniones, variará dependiendo de la naturaleza de los negocios de una compañía individual y se puede a través del tiempo, esperar cambios según la compañía vaya madurando. No obstante, la experiencia ha mostrado que los directorios que exceden de 10 – 12 miembros, pueden no funcionar tan bien. Las compañías y sus directorios tienen una obligación de considerar cuidadosamente sus políticas con respecto de los plazos de duración de los directores, el tamaño del directorio y la calificación requerida para sus miembros. Ellos deberían hacer estas políticas explícitas y revisarlas periódicamente.

118. En adición, los directorios de las compañías cotizadas en bolsa debieran tener evaluaciones internas anuales, que cubran tanto las competencias y desempeños de sus miembros, así como del funcionamiento del directorio actuando como un todo. Los procedimientos para dichas evaluaciones pueden ser dejados a cada compañía en forma individual, pero las declaraciones de la compañía acerca de las responsabilidades del directorio y procedimientos de trabajo, así como los códigos nacionales de buenas prácticas, pueden servir en el directorio como referencias en su proceso de evaluación. Las partes relevantes de esta evaluación también pueden ser puestas a disposición del público.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

119. Los mandatos abiertos o excesivamente extensos para los nombramientos del directorio, son inconsistentes con el objetivo de asegurar que los miembros del directorio incluyan la combinación correcta de capacidades profesionales y características personales. De igual forma, el valor de la evaluación del directorio y de los directores disminuye, si los directores sirven largos períodos en sus puestos. De acuerdo a esto, son preferibles plazos más cortos para los directores (períodos de uno o dos años sujetos a reelección).

120. Quienes nombran y eligen directores deberían asegurarse que los designados tengan a su disposición tiempo adecuado disponible para dedicarse a sus responsabilidades.

121. Los individuos que presentan las calificaciones profesionales apropiadas, pueden no obstante no ser apropiados para servir en el directorio, debido a que sus otras obligaciones les impiden tener suficiente tiempo para ejercer sus tareas como directores. El marco legal / reglamentario y las prácticas de la compañía, deberían al menos requerir que los compromisos profesionales preexistentes de los directores nombrados, sean revelados a los accionistas. Los nominados deberían ser requeridos para que actualicen en qué compañías ellos forman parte del directorio y en cuáles de ellas son accionistas y, de todos los compromisos importantes en materia de tiempo que ellos asuman después de la elección.

122. Las compañías deberían proporcionar al directorio la información adecuada sobre los recursos financieros y otros, para permitirles desempeñarse eficazmente en su rol de supervigilancia.

123. Las agendas e información de alta calidad y oportunas por parte de la administración, son requisitos previos para el desempeño eficaz del directorio. En adición, los directorios y sus comités, ocasionalmente requieren de los servicios de expertos externos independientes, ya sean legales, contables y otros en orden a desempeñar eficazmente su rol de vigilancia. En consecuencia, se debería suministrar a los directorios, los medios para acceder a un monto razonable del presupuesto de la compañía, para contratar dichos expertos externos cuando una mayoría de sus miembros determine que esto es necesario. El presupuesto dispuesto para el directorio para contratar dichos servicios y sus políticas para cuando dichos servicios deban ser asegurados, debería ser revelado completamente.

Remuneraciones de los Directores:

124. Los directores deberían recibir una remuneración que: (1) refleje en forma adecuada el tiempo, esfuerzo y experiencia que ellos aportan a la tarea; (2) proporcione incentivos razonables para el desempeño que alinea los intereses de los directores con aquellos de los accionistas; y (3) no compromete la capacidad de los directores para ejercitar su juicio independiente en el solo interés de la compañía y de sus accionistas.

125. La remuneración apropiada de los directores, es un elemento clave para desarrollar una cultura de profesionalismo entre éstos. La falta de una remuneración explícita o pago de propinas, desincentiva a los directores a dedicar un tiempo adecuado a sus deberes y puede incentivarlos a extraer una compensación por sus servicios en formas menos transparentes. De igual forma, el disfrazar pagos especiales a personas vinculadas con la compañía y a otros como honorarios a directores, disminuye la credibilidad del directorio como un organismo independiente y eficaz, que actúa de acuerdo a los mejores intereses de la compañía y de todos sus accionistas.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

126. Los paquetes de remuneraciones para los directores pueden combinar pagos fijos con convenios de incentivos, diseñados para alinear el interés de los directores con los accionistas. No obstante, la combinación óptima de remuneraciones fijas e incentivos para distintos países y compañías, dependerá de una variedad de factores, incluyendo el *pool* de talento disponible; marco legal; liquidez de las acciones; prospectos de la compañía; volatilidad del mercado y condiciones macroeconómicas. Cuando los directores de una compañía cotizada en bolsa son compensados en parte con acciones, éstas debieran ser de la misma clase de aquellas que se transan públicamente, para asegurar la alineación de intereses entre los directores y el público accionista.

127. Los procedimientos de la compañía para proponer y aprobar los paquetes de remuneraciones de los directores, deberían ser transparentes para los accionistas.

128. Los accionistas tienen derecho a comprender los factores que determinan la composición y valor final de las remuneraciones de los directores. De acuerdo a esto, los directorios deberían esforzarse para hacer que el proceso de fijación de las remuneraciones de los directores sea lo más abierto, transparente, profesional y objetivo como sea posible. Un medio útil para lograr esto, es a través de un comité permanente del directorio, encargado de la evaluación periódica de las políticas de remuneraciones de los directores de la compañía. Las compañías cotizadas en bolsa debieran colocar a disposición del público sus políticas de remuneraciones para los directores e incluir en sus informes anuales, los criterios sobre los cuales dichos honorarios son fijados.

Mejoramiento de Capacidades; Educación de los Directores:

129. Los directores deberían ser incentivados a obligarse a un entrenamiento inicial y continuo, que les permita mejorar sus capacidades para desempeñarse de una manera profesional en sus funciones en el directorio.

130. Los representantes del sector corporativo, en asociación con otras partes interesadas, tales como bolsas de comercio, grupos de inversión, etc., deberían incentivar y participar en el diseño y difusión de programas de entrenamiento, para promover el profesionalismo y la capacidad de los directores. Dichos programas proporcionados por institutos de directores, asociaciones de comercio, instituciones académicas y otras, pueden contribuir al desarrollo de una cultura de profesionalismo para los directores.

131. Los programas de calidad para educación de directores, ya sean impartidos por institutos de directores, asociaciones de comercio, escuelas de negocios u otros educadores profesionales, juegan un rol clave en la creación de capacidades, incrementando el *pool* de directores calificados e independientes, para servir en los directorios de las compañías latinoamericanas. América Latina está en una etapa de reconsideración y de cambio en la concepción del rol de los directorios. Una participación más activa en la capacitación de directores por parte de directores de compañías experimentados y ejecutivos principales, puede ser de gran ayuda para dirigir la discusión hacia objetivos prácticos y más elaborados y para acelerar la adopción de las mejores prácticas por parte de las compañías.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

Los Directorios en las Medianas y Pequeñas Empresas:

132. Las cámaras de comercio, otras agrupaciones del sector privado, bancos y prestamistas y donde fuere apropiado, las autoridades públicas, deberían fomentar el desarrollo de una cultura de buen gobierno y transparencia entre las compañías no cotizadas en bolsa.

133. Las compañías no cotizadas en bolsa (de forma típica de propiedad de su fundador y de familias) desde hace tiempo han jugado una parte importante en el desarrollo de la industria en América Latina. En las próximas décadas, el desafío para dichas firmas será el de modernizar su gobierno financiero y corporativo y sus prácticas de administración, para mantener el paso con sus competidores globales que a veces son más ágiles. La viabilidad futura de los mercados de valores en la región, dependerá en cuán bien las empresas actuales de tamaño mediano, se preparan para cumplir con las expectativas de los inversionistas, con el acceso global creciente a oportunidades de inversión. Para avanzar en este objetivo, los directorios de dichas firmas deberían desarrollar un estado sobre el rol del directorio y la evaluación de su efectividad.

VI. Mejoramiento del Cumplimiento y de la Aplicación Efectiva

Vigencia del Cumplimiento Regulatorio y de Supervisión:

134. En orden a promover la claridad y facilitar el cumplimiento, los legisladores y reguladores deberían identificar y eliminar cualquier tipo de inconsistencias y contradicciones en leyes y reglamentos que afectan el gobierno corporativo. Deberían también hacerse esfuerzos para lograr la separación más efectiva de los poderes y esfuerzos entre los tribunales, las autoridades de supervisión y los mecanismos privados de cumplimiento.

135. En la medida que evolucionan las prácticas comerciales y los mercados financieros, siempre existe un riesgo que las reglas y reglamentos existentes se superpongan o prueben ser inconsistentes con las disposiciones más recientes. También puede ser el caso de que leyes y reglamentos en zonas relacionadas o más remotas, puedan tener un impacto en la interpretación y cumplimiento efectivo de la reglamentación relacionada con gobierno. Dichas superposiciones, pueden crear incertidumbre e infligir costos innecesarios para las compañías inversionistas y agencias encargadas del cumplimiento. Al introducir nuevas leyes y reglamentos o durante la revisión de las disposiciones existentes, es indispensable por lo tanto dedicar el tiempo y recursos necesarios para analizar el impacto reglamentario y las posibles consecuencias no pretendidas. El cumplimiento efectivo también requiere que la asignación de responsabilidades para supervisión, implementación y cumplimiento entre las diversas autoridades, esté claramente definido, de forma que las competencias, organismos complementarios y agencias sean respetadas y utilizadas más eficazmente.

136. A las agencias reglamentarias y de control que son responsables por la elaboración y el cumplimiento de las normas en el área de gobierno corporativo, se les debería otorgar el mayor grado posible de independencia política y financiera.

137. Es el consenso de los participantes de la Mesa Redonda que las agencias reglamentarias y de control, en forma principal las comisiones nacionales de valores, debieran continuar jugando un rol cada vez más importante en la formulación, implementación y aplicación de las normas y reglamentos de gobierno corporativo. La eficacia de una agencia reglamentaria o de control,

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

depende de manera importante en la percepción que el público tenga de su capacidad para promulgar y aplicar normas con objetividad y profesionalismo. De conformidad con esto, dichas agencias deberían ser aisladas de interferencia política indebida, por medio de asegurarles la mayor autonomía posible para llevar a cabo su mandato. Esto en forma típica implicará que las autoridades políticas no influyeran indirectamente la dirección de su trabajo a través del proceso presupuestario. Deberían ser establecidos mecanismos que promuevan la estabilidad presupuestaria y autonomía de las agencias con poderes de creación de normas y de cumplimiento en el área de gobierno corporativo. Esto puede incluir financiamiento para diversos años relacionados con su carga de trabajo presente y pronosticada, así como también la introducción de honorarios por parte de los usuarios. A lo largo de las mismas líneas esto también puede incluir el nombramiento de jefes de agencia por un término fijo durante los cuales no puede ser removido excepto por actos ilícitos.

138. Como un paso inmediato, los recursos y capacidades de las agencias de regulación y control deberían pasar a constituir una política de prioridad pública.

139. La aplicación administrativa creíble, requiere que las agencias de control tengan suficientes recursos para conducir investigaciones de calidad y oportunas. El volumen de casos corporativos relacionados con gobierno corporativo que los reguladores y supervisores han sido llamados a examinar, han incrementado dramáticamente en los años recientes y este abultamiento de incremento de casos, se espera que continúe. No obstante, los recursos de dichas agencias no han crecido proporcionadamente. A menos que la ampliación de la brecha entre el crecimiento de los casos y los recursos de las agencias de control se reduzca, la credibilidad de estas últimas disminuirá y en conjunto con ello, la confianza del público en el sistema de gobierno corporativo.

140. Consistente con el marco constitucional del país, el régimen legal y reglamentario debería otorgar a las agencias regulatorias y de control con los máximos poderes para investigar y resolver casos de una manera que incentiven la confianza pública en el cumplimiento y disuasión de la violación de normas.

141. La legislación que establece las agencias de control encargadas de la aplicación de las normas de gobierno corporativo, por lo general no les acuerda poderes tan amplios de investigación y de aplicación como sea permisible bajo el marco constitucional del país. Otorgarles mayores poderes para recolectar y evaluar evidencia de una manera oportuna, incluyendo poderes de citación que no involucren largos recursos en los tribunales, es crítico para la credibilidad de las decisiones administrativas y de su cumplimiento. En forma similar, las agencias reguladoras y de control deberían estar facultadas para deducir acciones civiles bajo iniciativa propia para beneficio de los accionistas, sin perjuicio de las propias acciones que competen a dichos accionistas.

142. Las agencias encargadas de la aplicación de la ley, necesitan tener la autoridad para deducir acciones significativas – tanto como para impedir los abusos de gobierno corporativo más aberrantes, como para transigir casos cuando ellos son susceptibles de resolución a través de medios administrativos. El otorgamiento de poderes al supervisor para emitir medidas precautorias temporales en instancias definidas (tales como en los casos de oposiciones sobre la legalidad de las acciones tomadas durante procedimientos de las Asambleas Generales y que de otra manera ocasionarían un daño irreparable), mejora la credibilidad del supervisor y del proceso

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

de aplicación. De igual forma, la eficacia del supervisor aumenta cuando está facultado para dirimir casos a través de arbitraje y mutuo consentimiento (decretos de consenso).

143. *Las agencias reguladoras y de control deberían estar facultadas para comparecer ante las cortes, en casos civiles que involucran derechos de accionistas y presentar opiniones de consultoría, que los tribunales debieran considerar para llegar a sus determinaciones.*

144. Es un hecho reconocido que el sistema judicial en la mayoría de todas las jurisdicciones de la región, por lo general no está bien familiarizado con la evolución del marco legal y reglamentario para el gobierno corporativo. El permitir que las agencias regulatorias y de control proporcionen a las cortes sus interpretaciones de la ley en esta área, pueden facilitar la resolución correcta y oportuna de casos individuales y al mismo tiempo, hacer que el marco legal y reglamentario tenga una aplicación más consistente y predecible.

145. *La capacidad del sistema judicial para tratar sobre disputas comerciales debería ser mejorado.*

146. Un sistema judicial eficiente y predecible, es un requisito previo clave para lograr un gobierno corporativo creíble y un sector comercial de buen funcionamiento. Esto requiere de suficientes recursos, incluyendo niveles de remuneraciones para jueces y personal de tribunales, necesarios para asegurar el reclutamiento y retención de profesionales educados y experimentados, quienes desempeñarán sus tareas con la total integridad que requieren dichos cargos y con la continuidad necesaria para mantener un sistema judicial estable y predecible.

147. Los programas de entrenamiento deben ser dimensionados para mejorar la comprensión judicial de la ley comercial, especialmente con respecto a la ley de compañías, ley de valores y de quiebra. Los jueces también se beneficiarían con el entrenamiento en conceptos básicos de negocios y economía, que subyacen en dicha legislación, dado que la falta de dicho conocimiento puede resultar en una aplicación extremadamente literal del lenguaje legislativo, que puede ser irrazonable en el contexto de las prácticas normales de negocios.

Derechos Privados de Acción:

148. *El marco legal debería ofrecer a los accionistas una variedad de acciones lo más amplia como sea posible, para proteger sus derechos y obtener reparaciones por la violación de sus derechos.*

149. Una cantidad de recientes reformas legales en la región, ha incluido la expansión del rango de los de derechos de acción que están disponibles para los accionistas (incluyendo acciones colectivas a través de “asociaciones de inversionistas”). Esto refleja un desencanto general con las herramientas legales que actualmente están a su disposición, la mayoría de las cuales presentan severos obstáculos técnicos y prácticos. Las acciones de clase, las entabladas por un accionista destinadas a hacer valer sus derechos ante la sociedad (*derivative suits*), los derechos de acción directa en contra de los controladores de hecho y, los derechos para forzar a una mediación y arbitraje han sido todos tópicos de consideración. Es del consenso de los participantes de la Mesa Redonda, que el actual marco legal para las acciones de los accionistas, es inadecuado en la mayor parte de la región y que, la ampliación del conjunto de instrumentos que sea puesto a disposición de los accionistas y grupos inversionistas, incrementará la probabilidad de que todos ellos puedan

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

lograr reparaciones en los tribunales. También se reconoce que para el éxito de dichas reformas, ellas necesitan ser perseguidas con una visión cercana a las tradiciones legales específicas del país.

Mejorar la Variedad y Capacidad de los Mecanismos para la Adjudicación de Disputas:

150. El marco legal debería contemplar y remover los obstáculos para un uso eficaz del arbitraje privado y de otros mecanismos potencialmente eficaces para la resolución de disputas entre accionistas.

151. Los accionistas tienen derecho a medios de reparación apropiados y eficaces por la violación de sus derechos. Se reconoce que la mayoría de los tribunales en la mayor parte de los países de la región, carecen de pericia técnica y experiencia para resolver en forma justa y eficaz los litigios entre accionistas. En los lugares donde existen jueces calificados o tribunales especializados, es improbable que éstos tengan los suficientes recursos para manejar la acumulación de la carga de juicios. La experiencia de los países de la OECD y de la región, indica que el arbitraje privado voluntario puede proporcionar una alternativa eficiente y eficaz. No obstante, en orden para que el arbitraje privado pueda operar, el marco legal nacional debe proporcionar el reconocimiento judicial de las sentencias arbitrales, sin una nueva revisión de los hechos. Los tribunales también debieran tener procedimientos modernos para el cumplimiento de los fallos arbitrales. No obstante, el arbitraje privado no es un sustituto para instituciones judiciales sólidas y, los árbitros pueden encontrar los mismos problemas que el sistema judicial para identificar e interpretar la ley. Un poder judicial activo y consistente, que contribuya a la interpretación de la ley a través de sus dictámenes, también reforzará la eficacia y confiabilidad de los mecanismos privados de resolución de disputas. Más importante aún, la ejecución de las resoluciones arbitrales depende de la eficacia del sistema judicial.

152. Las bolsas de comercio y las compañías debieran incentivar el arbitraje privado de disputas entre compañías y accionistas, por medio de la promoción de paneles de arbitraje profesional para accionistas, e incentivar a las compañías para que incluyan el sometimiento a arbitraje en sus estatutos.

153. Los procedimientos de resolución de disputas, tales como las audiencias administrativas o los procedimientos de arbitraje obligatorio, están emergiendo como una importante alternativa costo efectivo al uso del sistema judicial. El uso de los mecanismos de arbitraje privado como una alternativa a litigios en los tribunales, puede reducir la carga de trabajo del sistema judicial y servir a la comunidad comercial al acelerar las resoluciones de disputas comerciales, tales como aquellas que involucran disputas de accionistas minoritarios. Si el arbitraje privado es apoyado sobre una base sostenida con suficientes recursos y por un sistema judicial que asegure que sus decisiones son ejecutables, entonces podrá proporcionar un ambiente eficaz, justo y predecible para la resolución de las disputas comerciales.

154. Debería ser incentivada la cooperación transfronteriza para el cumplimiento, a través del uso de Memorandums de Entendimiento entre las agencias encargadas de la aplicación de la ley.

155. La cooperación en la aplicación de las leyes de valores en la región, y entre los países de ésta y los países de la OECD, ha sido facilitada en gran parte en los años recientes por la

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

negociación de Memorandums de Entendimiento entre los entes reguladores de valores nacionales. Estos Memorandums de Entendimiento proporcionan un marco de trabajo claro y procedimientos para compartir información y coordinar la investigación, que está diseñada para ser adaptada dentro de los respectivos marcos legales de cada país y de los mandatos y autoridad legal de sus agencias. La cobertura de los Memorandums de Entendimiento entre los entes reguladores de valores debería ser expandida donde ello fuera posible, para incluir la cooperación en la aplicación de las leyes y reglamentos relativos a gobierno corporativo y a otras agencias distintas de los entes reguladores de valores, que estén involucradas en la aplicación del marco legal de gobierno corporativo, los que deberían ser incluidos como partes en el Memorandum.

VII. Cooperación Regional:

156. En orden a mejorar la cooperación entre países y las organizaciones internacionales, la Mesa Redonda Latinoamericana debería continuar facilitando el acceso Latinoamericano al diálogo internacional de gobierno corporativo. A continuación de la emisión de este “White Paper”, sus esfuerzos debieran enfocarse en la revisión de los avances y diálogo de soporte en las áreas de diseño de políticas, implementación y cumplimiento.

157. En orden a mantener y atraer inversiones, ha pasado a ser de importancia creciente el asegurar a inversionistas locales como también a los extranjeros, que las reformas de gobierno corporativo están progresando de una manera consistente e irreversible. También es importante que se le dé a los países una oportunidad para explicar a una audiencia internacional, los aspectos específicos de su sistema local de gobierno corporativo y proseguir a un diálogo sobre las fortalezas y potenciales debilidades. La Mesa Redonda puede ayudar a reforzar los esfuerzos de reforma, por medio de la revisión de los avances y la emisión de informes periódicos sobre estos desarrollos.

158. También es importante que el proceso de diseño de políticas, la implementación y el cumplimiento se vean en un contexto internacional, donde un intercambio de experiencias prácticas y de mejores prácticas, podrá servir como una importante información para las iniciativas nacionales.

159. En adición, a los participantes de la Mesa Redonda, los bancos de desarrollo multilaterales que efectúan negocios en la región, los organismos nacionales y los creadores de normas con un interés en el gobierno corporativo, debieran trabajar juntos sobre una base regional, para implementar las conclusiones y recomendaciones reflejadas en el “White Paper”. Dichos esfuerzos también deberían incluir a representantes de los principales socios comerciales y financieros de la región.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

160. Paralelo con las Mesas Redondas y con el apoyo de los patrocinadores de éstas, tales como el Foro Global de Gobierno Corporativo, institutos de directores preexistentes y recientemente registrados y, defensores del gobierno corporativo, han comenzado a reunirse regularmente para compartir experiencias, materiales de capacitación y estrategias comerciales entre ellos y con organizaciones similares fuera de América Latina. Esta suerte de cooperación entre iniciativas del sector privado con metas similares, incentiva el más rápido desarrollo de una cultura y práctica de gobierno corporativo en la región, al permitir que grupos nacionales construyan sobre la base del trabajo ya realizado por sus contrapartes en los países vecinos. Las organizaciones no gubernamentales con un interés en gobierno corporativo, incluyendo institutos nacionales de directores y defensores del gobierno corporativo, pero también instituciones académicas, grupos comerciales y otros, deberían continuar la colaboración y expandir programas de capacitación conjuntos y la producción y publicación de materiales especializados para directores y defensores.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

ANEXOS

Notas del Editor: Los anexos de este “White Paper” tienen la intención de proporcionar antecedentes de hecho. Ellos son publicados bajo la responsabilidad de sus autores, ya que no han sido discutidos o endosados por los participantes de la Mesa Redonda. A través de las Mesas Redondas, numerosos documentos e informes han sido preparados por los participantes. Estos están disponibles en el sitio de la red de la OECD en www.oecd.org/daf/corporate-affairs/.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

ANEXO A: REVISIÓN SUMARIA DE LAS INICIATIVAS LATINOAMERICANAS SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO¹

161. Argentina. La reforma de los mercados de capital de Argentina fue promulgada como ley y entró en vigencia en Junio de 2001. La nueva ley cubre un amplio rango de temas de gobierno, con disposiciones que incluyen ofertas obligatorias de licitación, una vez que el 35% de las acciones han sido adquiridas por un sólo accionista o un grupo de control; los procedimientos para asegurar que los accionistas minoritarios reciban un “justo precio” en “squeeze-outs” (maniobras societarias destinadas a excluir a los socios minoritarios o a limitar sus derechos) y en la eliminación de la inscripción; comités de auditoría con mayorías independientes; establecimiento de tribunales de arbitraje para la resolución de los conflictos; y un mayor rol para los accionistas a través de un aumento en la participación en las asambleas de accionistas. En el año 2002, dos asociaciones existentes del sector privado, FÚNDECE e IDEA, establecieron en conjunto el Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones (IAGO). El objetivo de IAGO es el de hacer surgir la preocupación sobre asuntos de gobierno y ofrecer entrenamiento para directores.

162. Bolivia. A comienzos del año 2003, el gobierno Boliviano redactó un proyecto de ley titulado “Ley sobre Gobierno de las Sociedades por Acciones”. El proyecto de ley actualmente se encuentra en el Congreso Boliviano, pero muchas compañías han expresado oposición a su contenido. En el año 2002, el gobierno dictó una ley específicamente para las compañías públicas “capitalizadas”, que resultaron del proceso de privatización, la que cubre diversos aspectos de gobierno corporativo, incluyendo requerimientos de una súper mayoría de votos de accionistas para la venta de los activos o la ejecución de grandes inversiones. Las reglamentaciones bancarias incluyen ahora diversos requerimientos de gobierno para los bancos y ciertas otras instituciones financieras, tales como la creación de comités de auditoría, la participación de los directores en los comités de crédito, la reglamentación de las actividades de los supervisores internos y la rotación de los auditores externos. El sector privado aún no ha presentado iniciativas importantes, no obstante que un Centro de Gobierno Corporativo está siendo establecido.

163. Brasil. En los años recientes, Brasil ha visto un amplio conjunto de reformas sobre gobierno corporativo y otras iniciativas amplias y de largo alcance. En Octubre del 2001 la reforma de la Ley de Corporaciones fue finalmente aprobada después de haber superado una importante oposición en el Congreso. La reforma fortalece los derechos de los accionistas minoritarios y mejora las normas de información, con leyes mejoradas para los derechos a prorrata, eliminación de la inscripción, acciones sin derecho a voto, elección de miembros del directorio por parte de los accionistas minoritarios y arbitraje privado. En conjunto con esto, también hubo una reforma de la Ley de la CVM, otorgando a ésta (Comisión de Valores de Brasil) mayor independencia funcional y financiera. Subsecuentemente, durante el curso del año

1 . Este anexo no tiene la intención de ser amplio o exhaustivo, sino más bien intenta proporcionar una indicación del rango de los recientes desarrollos relacionados con el gobierno corporativo en la región.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

2002 y 2003, la CVM emitió diversos reglamentos que complementaron estas reformas legales. En julio del 2002, la CVM publicó sus Recomendaciones sobre Gobierno Corporativo.

164. En el año 2001, BOVESPA (la Bolsa de Comercio de Sao Paulo) lanzó tres nuevos segmentos de mercado – Los Niveles Especiales de Gobierno Corporativo 1, y 2 y el Novo Mercado - con cada uno de los segmentos de mercado que requieren en forma progresiva normas más estrictas de gobierno corporativo. En términos muy básicos: El Nivel 1 requiere de mejoras en la información; El Nivel 2 requiere tanto de la mejora en la información, como del fortalecimiento de los derechos de los accionistas, incluyendo el sometimiento de las disputas a un Panel de Arbitraje del Mercado; y, el *Novo Mercado* (Nuevo Mercado), requiere de mejoras en la información, fortalecimiento de los derechos de los accionistas, sometimiento de disputas al Panel de Arbitraje del Mercado y la ausencia de las acciones sin derecho a voto. En la actualidad hay veintiocho compañías inscritas en el Nivel 1, tres en el Nivel 2 y dos en el Novo Mercado. Se anticipa que todas las OPA futuras tendrán lugar en el Novo Mercado y muchas compañías están contemplando inscribirse en este segmento del mercado. No obstante, el desarrollo del Novo Mercado ha sido retrasado en forma inevitable por la estagnación de los mercados de capitales brasileños durante los dos años desde el lanzamiento de la iniciativa.

165. El *Instituto Brasileiro de Governança Corporativa* (IBGC) (Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo) establecido en 1995, continúa aumentando sus membresías ahora a aproximadamente a 400 miembros, con una creciente gama de actividades de capacitación y de defensa, con nuevas sedes que se están abriendo en Río de Janeiro y Porto Alegre, cimentadas sobre las actividades del IBGC en Sao Paulo. En Abril de 2001, el IBG lanzó su Código de Mejores Prácticas revisado y aumentado. Diversas compañías y fondos de pensiones han lanzado ahora sus propios códigos de gobierno corporativo. Desde Junio de 2003, fueron propuestas nuevas regulaciones por parte del BNDES (el Banco Nacional de Desarrollo Brasileño), que vincularían sus operaciones de préstamos a normas mejoradas de gobierno corporativo, ofreciendo mejores términos financieros a las compañías que cumplen con diversas normas objetivas de buen gobierno.

166. Chile. Chile fue el primer país de la región que realizó importantes reformas al marco legal y reglamentario de gobierno corporativo. En Diciembre de 2002 fue dictada en Chile la nueva Ley de Ofertas Públicas y Gobierno Corporativo. Con posterioridad, la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) emitió diversos reglamentos complementarios, estableciendo precisamente como debería entenderse la nueva legislación y ser aplicada por la propia SVS. Las disposiciones principales de la nueva ley están relacionadas con: la definición de las circunstancias y procedimientos para las ofertas públicas obligatorias; con reglas más estrictas para prohibir la compra y venta de acciones por personas que tienen acceso a información privilegiada; facultades de aplicación de la ley más fuertes para la SVS; reforzar el rol de los inversionistas institucionales (en especial, los fondos de pensión y los fondos mutuos); incrementar la posibilidad de ejercitar derechos de retiro; la creación de acciones destinadas a hacer valer los derechos de los accionistas en la sociedad y un mecanismo alternativo para asegurar el cumplimiento; regulación más estricta de las transacciones con partes relacionadas y conflictos de intereses; y la obligación de crear comités de directores (cuyos poderes y responsabilidades incluirían aquellas usualmente asociadas con los comités de auditoría.) El sector privado chileno aún no ha realizado ningún tipo de iniciativas importantes sobre gobierno corporativo. No obstante, con el incentivo de la SVS, dos

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

escuelas de negocio de primera línea, están planificando el establecimiento de un Instituto Chileno de Directores

167. Colombia. Durante los últimos años, Colombia ha presenciado diversas iniciativas reglamentarias y legislativas. En Marzo de 2001, la comisión de valores de Colombia, la Superintendencia de Valores (“Supervalores”) dictó la Resolución 275. Esta Resolución 275 establece una obligación legal para los emisores que pretenden ser receptores de las inversiones de los fondos de pensión, de revelar sus prácticas de gobierno con algún detalle. En años recientes, una serie de proyectos de ley han sido presentados para reformar el marco de trabajo de la regulación de valores. Durante el año 2001, el gobierno presentó un proyecto de ley de valores, pero éste fue posteriormente retirado del Congreso en Julio del 2002, como resultado de una intensa política de presiones entre otras, de algunas de las principales compañías de Colombia. Actualmente Supervalores está trabajando en una nueva redacción del proyecto de ley. Las disposiciones de este proyecto de reforma legal requerirán del establecimiento de comités de auditoría, la obligación de que un tercio de los miembros del directorio deba ser independiente, requiere de la información de las transacciones con partes relacionadas y requiere ofertas públicas bajo ciertas circunstancias.

168. Los esfuerzos del sector privado en Colombia han sido liderados por Confecamaras (la Confederación de Cámaras de Comercio). El Proyecto de Gobierno Corporativo de Confecamaras ha organizado numerosos eventos para aumentar la preocupación sobre temas de gobierno a través del sector privado, invitando a participar a compañías, inversionistas, a los medios de difusión masiva y a expertos nacionales e internacionales. En Agosto de 2003, fue publicado el Código de Gobierno Corporativo Colombiano para Compañías inscritas. Este Código fue redactado por un comité que incluía a una amplia gama de representantes del sector privado, incluyendo a la Bolsa de Comercio Colombiana, la Asociación Nacional de Fondos de Pensión y a las Cámaras de Comercio de Bogotá y Cartagena. El esfuerzo global de coordinación fue proporcionado por Confecamaras. Confecamaras ha desarrollado un programa para capacitación de directores en conjunción con las cámaras de comercio de cada región.

169. México. En Abril del 2001, el Congreso Mexicano aprobó reformas a la Ley de Mercados de Valores, las que entraron en vigencia en Junio de 2001. Las medidas específicas comprendidas en estas reformas incluyen: otorgar a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, el poder para reglamentar las ofertas públicas en orden a impedir la exclusión de los accionistas minoritarios de los beneficios de estas transacciones; restricciones en la emisión de acciones no ordinarias; prohibición de emisión de “stapled shares” (donde se venden acciones con y sin derecho a voto en forma simultánea), a menos que las acciones sin derecho a voto sean convertibles en acciones ordinarias dentro de cinco años; requerimientos de miembros independientes en del directorio, nombramiento de miembros del directorio por parte de los accionistas minoritarios y el establecimiento de comités de auditoría; una aplicación más estricta de la ley con ciertas violaciones punibles como delitos y el cambio del planteamiento reglamentario desde uno basado en méritos a un régimen de información. Un instituto del sector privado para gobierno corporativo, el Instituto Mexicano de Gobernabilidad Corporativa (IMGC) está siendo establecido y cuyas actividades incluirán la capacitación de directores. El Comité de Coordinación Económica (CCE), que patrocinó el Código Mexicano de Prácticas Corporativas en el año 2001, también tiene una iniciativa de gobierno corporativo, que está dirigido a promover la preocupación por los

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

asuntos de gobierno dentro del sector privado. El cumplimiento con el Código es voluntario, pero las firmas inscritas están obligadas a revelar anualmente su grado de cumplimiento.

170. Perú. En Julio del 2002 se publicaron los “Principios de Buen Gobierno de las Corporaciones Peruanas”. Esta iniciativa fue coordinada por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) y se apoya en los Principios de la OECD. Los Principios Peruanos fueron discutidos y endosados tanto por representantes del sector público como del privado. Por parte del sector privado, el liderazgo fue proporcionado por la Asociación Nacional de Instituciones Privadas (CONFIEP) y la Asociación de Bancos (ASBANC). Del sector público se unieron a CONASEV, el Ministerio de Finanzas, la Superintendencia de Bancos y Seguros y la Bolsa de Comercio de Lima. La Asociación de Empresas Promotoras del Mercado de Capitales y el Centro de Estudios de Mercado de Capitales, también apoyaron la iniciativa. En Julio de 2003 el Comité Peruano sobre Gobierno Corporativo fue establecido, incorporando la Asociación de Directores Corporativos (ASDIC), a expertos y a las principales escuelas de negocios del Perú.

171. Venezuela. En Venezuela, los recientes esfuerzos tendientes a incrementar la preocupación, han sido dirigidos por la Asociación Venezolana de Ejecutivos (AVE), con el apoyo de diversas otras asociaciones y organizaciones incluyendo el Centro de Divulgación del Conocimiento Económico (CEDICE) y el Instituto de Estudios Superiores de Administración (IESA). En Julio de 2003, AVE lanzó un programa para difundir el conocimiento acerca de temas de gobierno corporativo y, en Agosto del 2003, estableció un Comité Ejecutivo para Buenas Prácticas Corporativas, con la participación de una amplia gama de entidades del sector público y del privado, incluyendo la Comisión Nacional de Valores (CNV) y la Bolsa de Valores de Caracas (BVC).

172. Iniciativas Regionales: En adición a la OECD y a la IFC, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la Corporación Interamericana de Inversiones (IIC), la Corporación Andina de Fomento (CAF) y la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores (FIABV), participaron todos activamente en el proceso de la Mesa Redonda.

173. La IFC en conjunto con la OECD, sirvieron como la Secretaría de la Mesa Redonda Latinoamericana sobre Gobierno Corporativo. En adición, la IFC ha proporcionado asistencia técnica en conexión con una diversidad de esfuerzos nacionales, incluyendo las reformas legales y reglamentarias en Chile, Brasil y Colombia. La IFC busca implementar las recomendaciones del “White Paper” a través de su trabajo con los países receptores de inversiones. La metodología desarrollada en Latinoamérica por la IFC, para evaluar y mejorar el gobierno corporativo de clientes, se aplica ahora con las modificaciones apropiadas sobre una base global.

174. El BID será anfitrión de un foro de alto nivel para creadores de política sobre el tópico de gobierno corporativo (en el cual serán discutidas la implementación y recomendaciones de este “White Paper”) el 14 de Noviembre de 2003. El Grupo BID apoya las operaciones de mercados de valores enfocadas hacia la introducción de marcos de trabajo legales y reglamentarios, fijando normas prudentes, apoyando la capacitación profesional, estableciendo procedimientos de supervigilancia y sistemas de información financiera, reestructurando entidades de vigilancia del mercado, modernizando normas de contabilidad, prácticas de auditoría y requerimientos de revelación de información, introduciendo reglas y leyes de gobierno corporativo. El así denominado “grupo de trabajo”, conjunto de normas de Contabilidad y Auditoría y los

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

requerimientos de revelación de información de los fondos de inversión multilaterales, representa un programa particularmente relevante para la información y gobierno. El programa tiene por objeto mejorar la transparencia de los sistemas de información y está siendo adoptado en 11 países, esto es Argentina, Bolivia, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay y Perú.

175. La CAF ha desarrollado una Iniciativa de Gobierno Corporativo con la asistencia del sector privado, de entidades gubernamentales e instituciones académicas como contrapartes dentro de la Región Andina. Esta iniciativa incluye la creación de una Red Andina de Gobierno Corporativo para el intercambio de información. Este programa incluye tres componentes: 1) el diseño de una estrategia de comunicaciones y difusión de la información sobre Prácticas de Buen Gobierno Corporativo, dirigidas a las medianas y pequeñas empresas, asociaciones de administración y trabajo, a los medios de comunicación y académicos; 2) la preparación de una guía regional de principios y prácticas de gobierno corporativo basados en el “White Paper” de la OECD; y 3) un programa piloto que selecciona compañías dentro de los cinco países de la Región Andina, para recibir asistencia técnica especial en la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo.

176. El Consejo de Reguladores de Valores de las Américas (COSRA) ha comenzado un programa de trabajo iniciado en el 2001 con una toma de inventarios de los marcos de trabajo legales / reglamentarios a través de América Latina. Este programa fue una entrada clave para el trabajo posterior realizado a nivel mundial por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO).

177. En Abril del año 2002, en la reunión de la Mesa Redonda en Ciudad de México, los representantes de los grupos nacionales que trabajan en la capacitación de directores en la región, establecieron La Red de Institutos de Gobierno Corporativo de Latinoamérica. Con el apoyo del Foro Global sobre Gobierno Corporativo (GCGF), de la OECD, de la IFC y del Centro Internacional para la Empresa Privada de los Estados Unidos de Norteamérica, la Red ofrece una plataforma para compartir capacitación de directores y materiales promocionales sobre gobierno corporativo y facilita las discusiones entre las organizaciones nacionales que piensan de manera similar, acerca de estrategias de creación / institución y de planteamientos sobre los esfuerzos de reforma legal / reglamentaria y privados de índole voluntaria. La Red ha conducido a una serie de reuniones regulares desde su fundación y sus miembros participaron en Agosto de 2003, en el Programa de Liderazgo en Gobierno Corporativo organizado por GCGF y el Instituto Internacional de Gobierno Corporativo de la Universidad de Yale. En adición a servir como un medio para compartir recursos, conocimientos y experiencias, la Red ha proporcionado ímpetu para la creación de nuevos institutos nacionales a través de la región, con su membresía que ha estado en crecimiento desde los tres grupos de miembros formales iniciales, hasta ahora, en se incluyen representantes de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Fuentes. Esta Revisión Sumaria fue escrita con la asistencia y colaboración de muchas personas y grupos a través de la región, incluyendo a: IBGC, BOVESPA, Confecamaras, Ministerio de Finanzas de México, Asociación Venezolana de Ejecutivos (Venezuela), César Fuentes (Perú) y Nabil Miguel (Bolivia).

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

ANEXO B: CASOS DE ESTUDIO, LECCIONES DE LOS RECIENTES ESFUERZOS DE REFORMA

Las Políticas de Implementación de la Reforma de Gobierno Corporativo: Algunas Lecciones de la Experiencia Chilena

Álvaro Clarke²

1. Antecedentes

178. El tópico de gobierno corporativo en Chile fue relativamente inexplorado hasta 1997, cuando el así denominado caso “Chispas” llamó la atención del público. Este episodio involucró a Endesa España, una compañía de control española de servicios públicos y a Enersis, la compañía de control de Endesa Chile, en ese momento la principal compañía privada de electricidad en Latinoamérica. A inicios de 1997, Endesa España inició discusiones con diversos ejecutivos de Enersis, con la intención de formar una alianza estratégica, por medio de la cual Endesa España tomaría el control de Enersis y de esta forma también poder controlar a Endesa Chile. Entre estos ejecutivos estuvo el Presidente del Consejo de Administración de Endesa Chile y Presidente de Enersis. El objetivo fue el de adquirir las así denominadas acciones “Chispas”. Las “Chispas” eran un conjunto de compañías de mini-control, originalmente establecidas como parte de un programa destinado a la adquisición de acciones por parte de los empleados. Sus únicos activos eran las acciones de Enersis. Estas acciones representaban el 29% de la propiedad de Enersis, la que a su vez era propietaria del 20% de Endesa Chile. Cada Chispa tenía dos clases de acciones, las acciones Clase A, que eran dueñas de casi el 100% de la propiedad pero sin derecho a voto; y las Clase B, que representaban escaso capital social en las Chispas, pero que tenían la mayoría del poder de votos. Las acciones Clase A eran principalmente de propiedad de un número pequeño de accionistas y de fondos de pensión y, las acciones Clase B, estaban en manos de los ejecutivos de Enersis más arriba mencionados.

179. Endesa España deseaba adquirir ambas clases de acciones y lanzó una oferta pública para adquirir las acciones Clase A de las Chispas. Los ejecutivos promovieron entre los accionistas la idea que el precio ofrecido por Endesa España por las acciones de Clase A era un buen negocio, pero diversos participantes del mercado expresaron su desacuerdo. No obstante que Endesa España tuvo éxito en adquirir la proporción de propiedad necesaria, la operación atrajo una publicidad inusual, debido a la gran diferencia de precios entre las acciones Clase A y Clase B, (habiendo estado las últimas avaluadas sobre un 1000% más alto).

². Socio Principal, Clarke y Asociados, ex-Subsecretario de Hacienda y ex-Presidente de la Superintendencia de Valores y Seguros.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

180. En Octubre de ese año, los detalles de la estrategia de adquisición fueron hechos públicos por la prensa, debido a que Endesa España había presentado diversos documentos a la SEC de los Estados Unidos de Norteamérica y a la CNMV de España, explicando los términos del contrato (las acciones de Endesa España se cotizaban oficialmente en ambos países). Entre estos términos estaba el pago de Enersis a los ejecutivos vinculados con las metas de utilidad, el derecho de Endesa España para nombrar un Presidente del Consejo de Administración paralelo tanto en Enersis y en Endesa Chile y, la posibilidad para Endesa España de operar en la región Latinoamericana sin la participación de su socio chileno. Después de estas revelaciones, el directorio de Enersis, en el cual los únicos directores minoritarios eran aquellos elegidos por las AFPs (los fondos de pensiones chilenos), declaró que los detalles de la alianza eran desconocidos para ellos y la rechazaron completamente. El Presidente del Consejo de Administración fue despedido y Endesa España acordó reconsiderar el contrato.

181. Las experiencias principales de este episodio, fueron la distribución asimétrica del premio por control, evidenciada en los diferentes precios ofrecidos y pagados a los accionistas Clase A y Clase B de las Chispas, la capacidad de los accionistas con mayor poder de negociación (esto es, los ejecutivos de Enersis) para obtener mejores precios por sus acciones, la revelación de información sustancial a reguladores extranjeros, mientras que retenían la información localmente, a pesar de que esto involucraba en forma crítica a una compañía chilena, la falta de diligencia de los directores de los accionistas minoritarios en controlar y monitorear a los administradores, el subsecuente “squeeze-out” enfrentado por los accionistas que no deseaban una oferta pública de sus acciones y, el poder de vacío generado por los tenedores de ADR, no inhabilitados por ley para votar y elegir directores.

2. La teoría detrás de la reforma

182. Como consecuencia de este episodio, el Gobierno de Chile se dispuso a diseñar un nuevo marco de trabajo reglamentario para gobierno corporativo y la adquisición del control de las empresas. Para asistir en este esfuerzo, el Ministerio de Finanzas y la Superintendencia de Valores y Seguros, invitaron a la Corporación Financiera Internacional (IFC) en orden a tener un socio externo con reconocimiento y experiencia.

183. La primera tarea involucró el diseño de un marco de trabajo teórico que soportaría el diseño completo y el subsecuente debate final del proyecto de ley. De esta forma, dos principales áreas de gobierno corporativo fueron identificadas: el problema de la agencia y los beneficios privados de control. El primero involucraba a los diferentes incentivos enfrentados por los administradores en contraste con los accionistas, y lo último está relacionado con la justa distribución del valor entre los distintos accionistas.

184. En ese momento, el principal problema presentado por las corporaciones chilenas estaba relacionado con los beneficios de control privados, dado que la estructura de propiedad de ordinario es bastante concentrada.

185. Los problemas de los beneficios de control privados en sí, pueden descomponerse en dos áreas: primero, la transferencia del precio y las instrucciones erradas de las oportunidades corporativas; y en segundo lugar, el tratamiento de los accionistas minoritarios en el caso de tomas de control de la compañía.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

186. La emisión de precios de transferencia, implica que los administradores y directores seleccionados por los accionistas de control (personas que tienen acceso a información privilegiada), celebran contratos en representación de la corporación, con partes en las cuales el accionista de control tiene una gran cantidad de participación en el capital de la compañía o alguna otra suerte de interés económico. Por esta razón, no es poco común para las leyes de compañías y en los documentos autorizados de las compañías, que requieran la aprobación de los accionistas para las ventas del total o de una parte substancial de los activos de la compañía.

187. El problema de las instrucciones erradas de las oportunidades corporativas, está relacionado con la capacidad de los accionistas de control para apropiarse para sí de las oportunidades comerciales que son beneficiosas para la corporación. El caso clásico es cuando una potencial oportunidad de negocios rentables es propuesta a la corporación y los directores elegidos por los accionistas de control, redirigen el negocio hacia otra firma, en la cual ellos de alguna manera tienen un mayor interés económico.

188. Una cantidad de mecanismos han sido puestos en su lugar en diferentes contextos, para poder lidiar con el problema de la concentración y los asuntos resultantes de la fijación del precio de transferencia y direcciones erradas en las oportunidades corporativas. Entre ellos: el principio de una acción un voto, el fortalecimiento de los derechos de voto, los requerimientos de quórum altos para las asambleas de accionistas y la existencia de derechos de prelación y de retiro. Algunos de estos ya existían en Chile al momento del caso Chispas, pero otros fueron incluidos o fortalecidos en la nueva legislación.

189. Una toma de control es otro tipo de mecanismo a través del cual las personas que tienen acceso a información privilegiada o los accionistas de control se pueden beneficiar privadamente a costa de la corporación. En forma clara, las tomas de control son mecanismos eficientes para disciplinar a la administración y, el nuevo reglamento fue diseñado de manera de no desincentivarlos, no obstante que se fijaron procedimientos y derechos claros y definidos.

190. Las tomas de control son efectuadas cuando los oferentes estiman que pueden obtener beneficios de la adquisición. Esos beneficios están relacionados con la capacidad de generar flujos de caja más altos para la corporación (en ese caso se dice que la transferencia ha sido eficaz), o a la capacidad para obtener beneficios privados a expensas de la corporación (una transferencia ineficiente).

191. Cuando se inicia una toma de control, el oferente ofrece pagar un precio por acción, más alto que el precio corriente del mercado, con la expectativa que su posición de control le permita al oferente y al nuevo accionista de control, crear mayor valor que el incumbente. Un tema central es quién es el verdadero beneficiario de dicho diferencial, conocido como “premio por control”. El argumento central en el diseño de nuestra reforma fue que una acción vale el valor presente de sus flujos de caja y de esta forma, si el premio por control se debe a una transferencia eficaz, entonces debe ser distribuido en forma igual entre todos los accionistas. En forma similar, si el premio de control (control premium) se debe a una transferencia ineficiente (beneficios privados para las personas con información privilegiada), entonces éste también deberá ser distribuido entre todos los accionistas, dado que esos beneficios privados son extraídos de los accionistas minoritarios.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

3. La Reforma

192. Habiendo fijado el marco de trabajo teórico y los principios a ser seguidos, el Gobierno chileno redactó la Ley de Ofertas Públicas y Gobierno Corporativo, que incluía los siguientes tópicos centrales:

193. Ofertas Públicas: Deberá realizarse una oferta pública en cualquier caso que la adquisición permita a una persona o a un grupo actuando en concierto, el control de la compañía. El precio por acción debe ser el mismo y prorrateado para todos los accionistas. Adicionalmente, en cualquier momento en que sus intereses alcancen a los dos tercios de las acciones con derecho a voto, el accionista de control es requerido a efectuar una oferta pública por las acciones remanentes. También, cuando la intención es la de apropiarse del control de una subsidiaria, se debe efectuar una oferta pública por esa subsidiaria, antes de hacer una oferta por las acciones de la compañía de control

194. Transacciones con partes relacionadas: Estas transacciones deberán ser aprobadas por el directorio y no está permitida la votación de aquellos que tienen un interés en la transacción y, deben ser consistentes con las normas de equidad, similares a aquellas que normalmente prevalecen en el mercado La opción de una tasación independiente es requerida en ciertas circunstancias

195. Comité de Auditoría: La creación de un comité de auditoría se requiere para aquellas corporaciones con un valor accionario superior a US\$ 45 millones. Los comités deberán estar formados principalmente por directores independientes cuando ello fuere posible y, sus deberes son el examen de los informes de los auditores independientes, las remuneraciones de los ejecutivos, las transacciones con partes relacionadas y otras tareas establecidas en los documentos autorizados de la compañía

196. *Derivative lawsuits* (Acciones entabladas por los accionistas destinadas a hacer valer sus derechos): Las acciones entabladas por los accionistas destinadas a hacer valer sus derechos, fueron incluidas para permitir a los accionistas o grupos de accionistas de una compañía, que son tenedores de por lo menos el 5% de las acciones de la compañía, o a cualquier director de la compañía, para reclamar en nombre y en representación de la corporación, las compensaciones de las pérdidas causadas a ésta, por cualquiera que halla violado la Ley de Sociedades Anónimas, su reglamento o los documentos autorizados de la compañía.

197. Derechos de los tenedores de ADR: Los tenedores de ADRs están autorizados para votar en las asambleas de accionistas y para ejercitar los derechos de retiro y de prelación³.

³. El proyecto de ley también incluyó tópicos no relacionados con el gobierno corporativo: La reforma estableció el campo de trabajo para la creación de un mercado emergente para las pequeñas empresas, la liberalización de los requerimientos para fondos mutuos (mínimo de capital propio, número de accionistas, participación en las asambleas de accionistas, ventas cortas y las inversiones susceptibles de ser permitidas), la creación de fondos para inversionistas calificados, la liberalización de la administración para fondos de inversión no rescatables, la creación de las opciones de compra y venta de acciones y el incremento de los recursos para la Superintendencia de Valores y Seguros.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

198. La nueva reglamentación sobre gobierno corporativo ha dado como resultado un moderno régimen legal de acuerdo con los actuales principios sobre esta materia. Como tal, Chile ha sido altamente calificado por las entidades internacionales en su grado de protección de los accionistas. Por ejemplo, El Banco Santander Central Hispano, clasificó a Chile como primero entre los mercados más grandes de América Latina en protección a los accionistas; McKinsey & Company, realizó la baja del premio por protección de los accionistas requerido para las acciones chilenas, implicando que existe un reducido espacio para mejoras; y el informe de Revisión de las Normas y Códigos del Banco Mundial (ROSC), observó que Chile cumplía ampliamente con todos los principios sobre gobierno corporativo dispuestos por la OECD.

4. Las políticas de implementación de una reforma de gobierno corporativo

199. El Gobierno chileno inició la discusión del proyecto de ley sobre Ofertas de Compra y Gobierno Corporativo a inicios de 1998 y, a inicios del año 1999, el proyecto fue presentado para su discusión en el parlamento. Sin lugar a dudas, esta fue una tarea larga y compleja, pero fueron tomados en cuenta una cantidad de factores que afectan el éxito de una reforma sobre gobierno corporativo.

200. Circunstancias: La opinión pública es afectada de manera importante por las circunstancias que rodean la discusión de la regulación sobre gobierno corporativo. Por ejemplo, mercados accionarios deprimidos y eventos de conocimiento público, que influyen la atención del público en la dirección de la acción regulatoria. Esto último fue el caso en Chile, donde el caso Chispas pronto alcanzó tal notoriedad pública que hubo un amplio consenso que algún tipo de regulación debía ser puesto pronto en vigencia.

201. Grupos de interés: Una parte importante de la oposición inicial hacia algunos aspectos del proyecto de ley, estuvo basada en la falta de un adecuado conocimiento de la iniciativa. Algunas de las críticas más comunes que circulaban, eran que la nueva regulación implicaría una expropiación de valor de las actuales personas con información privilegiada, que ello disuadiría la inversión extranjera, que incentivaría la eliminación de las inscripciones de las corporaciones, o que ésta simplemente implicaría mayores costos para los accionistas. De esta forma, era muy importante iniciar esfuerzos promocionales. La tarea fue realizada por medio de campañas, con el objeto de llegar a las masas críticas de defensores del derecho corporativo, para compartir sus positivos puntos de vista con otros participantes del mercado. En tal sentido, los inversionistas fueron especialmente activos en defender la reforma. La SVS⁴ organizó reuniones con los ejecutivos principales de los fondos de pensión, fondos de inversión e inversionistas extranjeros con empresarios y legisladores, en orden a convencer a estos últimos de los beneficios de la iniciativa. Los partidos políticos por supuesto, fueron actores centrales en el proceso. La visión de la iniciativa tenía que ser centrada y balanceada, dado que los sectores políticos de la derecha se opondrían de inmediato a la ley con connotaciones anti-empresariales y por otra parte, los partidos de centro izquierda, no apoyarían iniciativas tímidas⁵.

⁴. SVS: La Superintendencia de Valores y Seguros Chilena

⁵. En el momento en que la reforma fue presentada, el ejecutivo estaba representado por una coalición de centro izquierda y en el Congreso existía un equilibrio de fuerzas entre el Gobierno y la oposición. Para aprobar la ley, era necesario crear una mayoría en cada cámara, que debía incluir votos tanto de los partidos políticos de la oposición, como del gobierno.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

202. Con el paso del tiempo, los principios subyacentes de la reforma propuesta, fueron entendidos por la mayoría de las partes y lo más importante, que fueron percibidos como justos. Cuando la gente percibe que algo es justo, es muy difícil para ellos oponerse.

203. Estructura de la propiedad: Las regulaciones que protegen los derechos de los accionistas minoritarios pueden enfrentar una fuerte oposición de los accionistas de control. Sucede que este era el caso Chileno, donde las grandes corporaciones eran controladas por accionistas que eran propietarios de alrededor del 70% de las acciones con derecho a voto. Pero esa era precisamente la razón de porqué una reforma era tan importante, dado que el desarrollo de un mercado accionario participativo, requiere de claras regulaciones para todos los grupos interesados y especialmente para los accionistas minoritarios. Estos accionistas minoritarios incluyen inversionistas institucionales, tales como los fondos de pensión, fondos mutuos, fondos de inversión y compañías de seguro, que son más sofisticados y son capaces de monitorear sus inversiones de manera más eficiente, produciendo externalidades positivas al mercado. Estos son particularmente escuchados por los reguladores y los legisladores. Las recientes experiencias de privatización también son importantes. Los legisladores se preocupan de la protección de los pequeños accionistas y de la estructura de gobierno de las compañías recientemente privatizadas.

204. Diseño del proyecto de ley: En Chile, la contribución de consultores externos fue importante, dado que ellos ayudaron a construir una buena base teórica y enriquecieron las discusiones gracias a sus experiencias en la implementación de similares regulaciones en otros mercados. La buena reputación de reconocidas organizaciones internacionales y de personas, también contribuyó a promover la iniciativa. La presentación del proyecto de ley fue rigurosa e incluyó discusiones teóricas, experiencias internacionales y detallados análisis de casos y escenarios. Adicionalmente, se debe dar alguna atención a la inclusión de tópicos diferentes de los de gobierno corporativo. En Chile, el proyecto de ley sobre Oferta Pública y Gobierno Corporativo, incluyó un conjunto de otros instrumentos destinados a liberalizar y promover el mercado de capital. Esta fue una medida adicional que contribuyó a agregar apoyo a la reforma, debido a que el proyecto de ley tenía que ser aprobado como un todo. Finalmente, la inclusión de un mecanismo de transición puede ser útil cuando se enfrentan reformas que algunos piensan son demasiado radicales si se implementan de inmediato. En el caso chileno, una disposición para un período de transición de tres años, fue incluida⁶.

205. Integración con el mundo: Mientras un país más se integra con el resto del mundo, le es más necesario adoptar mejores prácticas, especialmente en los mercados de capital. Cuando los políticos y los grupos de interés están conscientes de la necesidad de atraer inversión extranjera, el proceso de adoptar mejores reglas de gobierno corporativo, pasa a ser más fácil. En Chile, una parte importante del argumento a favor de las nuevas normas, estuvo basado en la necesidad de reforzar el acceso del capital extranjero, por medio de mejorar la protección de los inversionistas de ultramar. Más aún, la adopción de normas para la protección de los accionistas, es vital para las bolsas de comercio nacionales que están buscando fortalecer su presencia en la región. Las bolsas de comercio Chilenas comprendieron que mecanismos de protección débiles intensificarían la migración de las corporaciones chilenas al exterior.

⁶. Esta es una exención de tres años para los requerimientos de la oferta pública obligatoria, para aquellas compañías que optaban por dicha exención

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

206. Política de Comunicación: La SVS confió plenamente en la publicidad del proyecto de ley, en orden a exponer su visión de la reforma y a posicionar el tópico de gobierno corporativo firmemente en la agenda pública. El Presidente de la SVS atendió a una importante cantidad de seminarios y la SVS publicó un libro, que incluía las opiniones de diversos académicos de vanguardia en apoyo de la reforma.

207. Negociaciones: La posición política del gobierno fue compleja, dado que le era necesario navegar entre dos planteamientos diferentes, cada uno de ellos asociado con una coalición política. Por ejemplo, los partidos de la derecha política, no apoyarían un proyecto de ley que de un momento a otro retiraría el premio de control de los accionistas de control. Ese fue uno de los obstáculos finales para llegar a un consenso. En consecuencia, el gobierno tuvo que negociar con estos senadores la posibilidad de un mecanismo de transición, que permitiera a los actuales accionistas de control, un período de transición de la regulación sobre ofertas públicas por un período de tres años. Duramente criticada por algunos de los congresistas de la coalición de gobierno, la disposición del período de transición casi causó un importante retraso en la aprobación de la ley. No obstante con retrospectiva, no hubo avalanchas de tomas de control, que era el efecto esperado por algunos de los oponentes como consecuencia de la aprobación de la reforma. En el momento en que se escribe este documento, el período de transición está cercano a expirar y en definitiva, una sólida regulación sobre ofertas públicas estará en vigencia total muy pronto.

5. Conclusiones

208. Si un proyecto de ley sobre gobierno corporativo se promulga de acuerdo a los principios básicos sobre esta materia, de manera que no sea cambiado sustancialmente en su paso a través del congreso, podemos decir que tuvimos éxito en la creación de una regulación fuerte sobre gobierno corporativo. Asimismo, el éxito implica que la reforma debe ser entendida, aceptada y cumplida fielmente.

209. En orden a cumplir con los objetivos propuestos, una cantidad de factores puede jugar a favor o en contra y el gobierno debe estar preparado para fortalecer los aspectos positivos y para negociar con los adversos. Estos factores incluyen: (a) las circunstancias que cronológicamente rodean la discusión; (b) la existencia y peso de los grupos de interés; (c) el grado de integración del mercado con el resto del mundo; (d) la política de comunicación; y (e) el proceso de negociaciones entre las partes.

210. La opinión pública ha sido afectada por los eventos anteriores y por la forma en que éstos fueron informados e interpretados por los medios de comunicación. El público influencia a los legisladores, quienes a su vez son influenciados por otros grupos con diferentes intereses. Es importante coordinar alianzas con los inversionistas institucionales, de manera que éstos puedan tornarse en activos promotores de la reforma, no solamente hacia los legisladores sino que también hacia las partes que están en su contra.

211. En el diseño del proyecto de ley, la existencia de una sólida base conceptual es de fundamental importancia. Un marco de trabajo sólido para analizar y discutir los problemas presentados, inevitablemente conduce al debate en direcciones constructivas y al mismo tiempo lejos de consideraciones parciales o de batallas de poderes.

**ANEXO C: ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD Y GOBIERNO CORPORATIVO EN
LOS PAÍSES LATINOAMERICANOS – UN PANORAMA EMPÍRICO**

Fernando Lefort⁷

I. Introducción

212. Este anexo ofrece una breve revisión y comparación de las estructuras de propiedad y control, incluyendo la composición de los directorios de las compañías Latinoamericanas. Está basado en artículos empíricos y descriptivos recientes sobre gobierno corporativo en las economías Latinoamericanas. Este anexo también presenta nuevas informaciones basadas en datos provenientes de ECONOMATICA⁸, de los informes anuales de diversas compañías y del Formulario 20-F de la US SEC presentado a ésta por compañías Latinoamericanas inscritas en los mercados norteamericanos (ADRs).

213. El desafío más importante a ser enfrentado al preparar una revisión y comparación de este tipo, es la escasa y disímil calidad de la información entre los diferentes países. La información sobre compañías inscritas también es incompleta, debido a la escasez de una investigación empírica a nivel de país y a distintos requerimientos legales acerca de la información sobre propiedad. No existen en la región documentos amplios sobre estructuras de propiedad en las economías Latinoamericanas y sólo los casos de las compañías inscritas en Brasil y Chile, han sido estudiados con mayor detalle a nivel de país. La región también presenta importantes disparidades en los requerimientos para información acerca de la propiedad. En muchos casos, especialmente en México y Argentina, no se requiere que ni siquiera las compañías inscritas estén obligadas a revelar sus estructuras de propiedad completas, mientras que en otras, la propiedad final es difícil de evaluar debido al uso de compañías de control que prevalecen como vehículo de propiedad. En muchos casos, la única información confiable es aquella informada en los Formularios 20-F, presentados por grandes compañías Latinoamericanas inscritas en los mercados norteamericanos. Finalmente, no existe una información sistemática disponible sobre estructuras de propiedad y control de las compañías no inscritas.

214. No obstante estas dificultades, es claro que dos rasgos principales caracterizan las estructuras de propiedad y de control de la mayoría de las compañías en América Latina. En primer lugar, estas compañías presentan una muy alta concentración de la propiedad. En segundo lugar, muchas firmas están controladas directa o indirectamente por uno de los numerosos conglomerados industriales, financieros y mixtos que operan en las economías latinoamericanas. Un conglomerado es un grupo de firmas vinculadas entre sí, a través de relaciones de propiedad y

⁷ Fernando Lefort es Profesor en la Escuela de Negocios, Pontificia Universidad Católica de Chile, y Director del Centro de Gobierno Corporativo, Escuela de Negocios, PUC Chile.

⁸ ECONOMATICA es una Base de Datos de Análisis de Inversión, que proporciona información financiera y de mercado para las compañías inscritas en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

controladas por una familia local, un grupo de inversionistas actuando en concierto o, como ha pasado a ser más frecuente recientemente, por una compañía extranjera. Usualmente los conglomerados son controlados por los accionistas dominantes, a través de estructuras relativamente complejas, incluyendo el uso de pirámides, propiedad cruzada y clases de acciones duales.

215. Las estructuras de alta concentración de la propiedad y de los conglomerados también afecta de manera importante la composición de la mesa del directorio. Muchos de los miembros de los directorios de las compañías Latinoamericanas están relacionados con los accionistas de control a través de lazos familiares, amigos, relaciones de negocios y contratos laborales.

216. La estructura de propiedad de las firmas Latinoamericanas, presenta otras características interesantes. A pesar de la privatización masiva de las compañías de propiedad del Estado, éste aún es un accionista importante de muchas de las grandes compañías a través de la región. En adición, en muchos casos, el proceso de privatización dio forma a la configuración de las estructuras de propiedad y control de las compañías privatizadas.

217. La reforma de los fondos de pensiones en la región, también ha tenido un impacto en las estructuras de propiedad y control en Latinoamérica.⁹ Directamente, los fondos de pensión son accionistas minoritarios importantes en muchas de las compañías de la región y eligen miembros en sus directorios. Indirectamente, la reforma de los fondos de pensión ha impulsado las reformas de los mercados de capital y de la ley corporativa, las que han contribuido a la mejora global de los mecanismos de gobierno corporativo.¹⁰

218. Finalmente, los mercados de capital de América Latina, han experimentado recientemente una ola de fusiones y adquisiciones, donde la propiedad de las compañías insignia locales ha sido transferida a compañías extranjeras. En adición, durante los últimos 10 años, muchas de las mayores compañías de América Latina han estado en los mercados Norteamericanos a través del mecanismo de los ADR, mientras que las transacciones locales se han contraído, presentando bajas relaciones de cifras de negocios y un muy bajo nivel de nuevas emisiones de acciones ordinarias.

II. Propiedad, estructura de control e identidad en Latinoamérica

219. Este anexo examina las estructuras de propiedad y las prácticas de los directorios en seis economías Latinoamericanas. La Tabla 1 presenta indicadores selectos del mercado de capital de estas economías. En orden a tener una idea aproximada, consideren que mientras el nivel de ingreso per capita anual varía desde US\$ 2.000 (Colombia y Perú) a US\$ 5.000 (México), la relación de capitalización del mercado al PIB, varía desde menos del 20% en el caso de Argentina, hasta más de 100% en el caso de Chile. Tal como ya lo hemos mencionado, todas las seis economías presentan una baja relación de cifra de negocios, siendo Colombia la más baja

⁹ Ver Walker y Lefort (2001).

¹⁰ Ver Walker and Lefort (2001) y una explicación más detallada abajo.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

(1%) y Brasil y México, un 12% y un 13% respectivamente. El número de firmas inscritas fluctúa desde 459 en Brasil a 74 en Colombia.¹¹

1. *Concentración de la propiedad*

220. La Porta y otros (1998), documentaron claramente que en las economías más desarrolladas existe un alto nivel de concentración de la propiedad. Una simple medición de la concentración de la propiedad puede obtenerse al ver el porcentaje de acciones en manos de los mayores accionistas de un conjunto de compañías. La Tabla 2 proporciona dicha medición para el mayor accionista individual, para los tres mayores y para los cinco mayores accionistas de un amplio conjunto de compañías inscritas, realizado por ECONOMATICA en Brasil, Chile, Colombia y Perú y para el subconjunto de compañías que emiten ADRs en Argentina y México. La evidencia es clara. El mayor accionista individual en estas firmas, es propietario de un promedio del 53% del total de las acciones y, los cinco mayores accionistas suman casi hasta un 80% del total de las acciones. Esta evidencia probablemente subestima la actual concentración de la propiedad por dos razones. Por una parte, las firmas más grandes consideradas en la muestra, tienden a ser menos concentradas que las firmas más pequeñas y por otro lado, por lo general diversos de los cinco mayores accionistas, representan de hecho al mismo verdadero dueño.

221. No obstante, esta no es la única evidencia disponible del alto nivel de concentración en la propiedad de las firmas Latinoamericanas. La evidencia empírica derivada de muestras de compañías con escasas diferencias, apoyan los resultados informados en la Tabla 2 de este anexo. Para el caso de grandes corporaciones argentinas inscritas, Apreada (2001) y de Michele (2002), informan que entre las 20 compañías más grandes inscritas, los accionistas de control son dueños del 65% del capital accionario. En el caso de Brasil, Leal y otros (2002), encuentran que como promedio, los cinco mayores accionistas de una firma brasilera típica, son dueños del 58% del capital total. Similares resultados se encuentran en Lefort y Walker (2000c) para las empresas inscritas en Chile. Ellos informan que los cinco mayores accionistas son dueños del 80% de las acciones. Finalmente, Babatz (1997), confirma nuestros hallazgos sobre la concentración de propiedad en México. Los mayores accionistas son propietarios del 65% de las acciones de la compañía en el promedio de las compañías inscritas y, del 49% en el caso de las firmas que emiten ADRs.

2. *Estructura de la propiedad y control*

222. Los muy altos niveles de concentración de la propiedad descritos arriba, implican claramente que en las firmas Latinoamericanas el control corporativo es estrictamente ejercido por los accionistas mayoritarios. En consecuencia, un enfoque sobre la preocupación de gobierno corporativo en la región, es la posible divergencia de intereses entre los accionistas mayoritarios y minoritarios. Dicha divergencia de intereses puede ser exacerbada por el uso de estructuras diseñadas para separar los derechos de control de los derechos de flujo de caja. En este sentido, una importante característica de las estructuras de control corporativo en la región, es la presencia ampliamente difundida de los conglomerados industriales, financieros y mixtos. Un conglomerado es una estructura corporativa relativamente compleja, utilizada por un dueño común o por un grupo de dueños, en orden a controlar una amplia variedad de activos que pertenecen a diferentes

¹¹ Cifras de ECONOMATICA.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

firmas inscritas y no inscritas. Los accionistas de control de los conglomerados latinoamericanos utilizan esquemas, entre otras cosas, para separar la propiedad del control, a través de estructuras piramidales, acciones con diferentes derechos (*dual class shares*) y propiedad cruzada.

223. La identidad de los accionistas de control ha estado sujeta a cambios durante los últimos años. No obstante que las familias locales aún son actores muy importantes, el control ha estado pasando a equipos de ejecutivos y a compañías extranjeras. En muchos de los casos, los únicos socios minoritarios relevantes son los inversionistas institucionales tanto nacionales como extranjeros. Las Tablas 3 y 4 presentan evidencia relativa a la identidad de los accionistas de control en grandes compañías inscritas Latinoamericanas, el grado de afiliación a conglomerados y el alcance de la separación del flujo de caja y los derechos de control.

224. No obstante que la conglomeración es la forma más penetrante de la estructura corporativa en América Latina, diversos países Latinoamericanos presentan diversos patrones de control de los conglomerados. Aprenda (2001) y de Michele (2002), ofrecen una amplia descripción de la estructura de la propiedad en grandes corporaciones argentinas inscritas. Tal como ya lo mencionáramos, ellos informan que entre las 20 compañías más grandes inscritas, los accionistas de control tienen el 65% del capital accionario. La identidad de los accionistas de control ha cambiado dramáticamente en los últimos 5 años, con el incremento dramático de la propiedad por parte de extranjeros. Considerando a las 40 compañías más grandes inscritas en Argentina, 25 de ellas son controladas desde el exterior, 14 son controladas por familias locales y existe una sola compañía de propiedad del Estado. No obstante que las estructuras de pirámide son ampliamente empleadas en Argentina, no existe una medición precisa del alcance de esta práctica que esté disponible en términos económicos. Khanna y Yafeh (2000), detectaron 11 conglomerados que participan en la propiedad de grandes compañías argentinas inscritas. Utilizando datos de 24 firmas argentinas que emitieron ADRs, encontramos el 93% de afiliación a grupos a través de pirámides, pero escaso uso de las acciones sin derecho a voto (solamente 3,9%). En estas compañías, el grupo de control tiene derechos directa o indirectamente sobre el 68% de los flujos de caja de la firma.

225. En el caso de Brasil, la característica más sobresaliente de las estructuras de control, es el uso ampliamente difundido de las acciones sin derecho a voto, en orden a separar el control de los derechos de flujos de caja. Las distorsiones introducidas por los regímenes de impuestos y regulatorios durante los años ochenta, incentivaron la emisión y compra de acciones sin derecho a voto en el país. La ley brasileña permitió a las compañías la emisión de clases de acciones con diferentes derechos, en una relación de 1/3 de acciones con derecho a voto a 2/3 de acciones sin derecho a voto.¹² Leal y otros (2002), Leal y Oliveira (2002) y Siffert (2002), describen con algún detalle la estructura de propiedad de las compañías brasileñas. Tal como en otros países de la región, ellos encuentran que los conglomerados son la forma predominante de la estructura corporativa en Brasil. Khanna y Yafeh (2000), encontraron a 38 conglomerados que participaban en la propiedad de grandes firmas brasileñas inscritas. Utilizando datos sobre los 39 emisores brasileños de ADR, encontramos el 89% de afiliación con conglomerados a través de pirámides. No obstante, las acciones de clase dual son la forma más común de separa los derechos de voto con los de flujo de caja en las firmas brasileñas. Casi el 90% de las 459 firmas brasileñas inscritas

¹² En forma reciente no obstante, se modificó la ley disminuyendo la proporción de acciones sin derecho a voto al 50% del capital total.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

que informan a ECONOMATICA, tienen acciones sin derecho a voto que representan el 120% del total de capital con derecho a voto. No obstante el importante uso de las acciones de clase dual y de pirámides, los accionistas de control brasileños son dueños de mayor capital que aquél que es estrictamente necesario para el control. En estas compañías, el grupo de control tiene derechos directa o indirectamente sobre el 60% de los flujos de caja de la firma.

226. En términos de la identidad de los accionistas de control, estos estudios muestran que al tomar en consideración a las 100 firmas más grandes de Brasil del sector no financiero, 2 se caracterizan por la dispersión de la propiedad, 29 son controladas por una familia (grupo local), 37 son controladas por firmas extranjeras y en 32 de ellas el control es del gobierno federal. La Tabla 3 presenta estos resultados en términos de porcentaje.

227. Al igual que otros países Latinoamericanos, Chile presenta una muy alta concentración de la propiedad y una estructura corporativa dominada por la presencia de conglomerados.¹³ Lefort y Walker (2000c), indican que el 68% de las compañías chilenas inscritas del sector no financiero, están controladas por uno de aproximadamente 50 conglomerados del sector no financiero, que representan el 91% de los activos de las compañías del sector no financiero inscritas en las bolsas de comercio chilenas. En la actualidad, aproximadamente la mitad de estos conglomerados son controlados por una compañía extranjera multinacional.

228. Los conglomerados chilenos tienen una estructura relativamente simple. La forma más común de separar la votación de los derechos de flujos de caja, es a través de estructuras de pirámide simples, con sólo 1/3 de las compañías afiliadas inscritas, que están en una segunda fila o más alto en la estructura de la pirámide. En contraste, sólo el 7,5% de las firmas inscritas tiene acciones de clase dual, mientras que la propiedad cruzada está prohibida por la ley.¹⁴ No obstante que los accionistas de control de las compañías chilenas tienden a separar sus derechos a voto con sus derechos de flujos de caja, a pesar del uso de estas pirámides, tal como en el caso brasileño, ellos usualmente tienen mayor capital accionario que aquél estrictamente necesario para el control. De hecho, como promedio el 57% de la propiedad accionaria consolidada es directamente o indirectamente de propiedad de los accionistas de control. Muchas veces es difícil precisar el verdadero dueño, debido al uso intensivo de compañías de control privadas como vehículos de inversión, debido a su eficiencia impositiva.

229. No obstante que las deficiencias en los datos hacen imposible presentar conclusiones detalladas y definitivas sobre la estructura de la propiedad en México, Babatz (1997), Castañeda (2000) y Husted y Serrano (2001), dan alguna luz para el caso de este país. Como en los otros mercados considerados en este estudio, la concentración de la propiedad es muy alta en México y los conglomerados son la forma más común de estructura corporativa. Estos como promedio, son dueños del 65% de las acciones de las compañías inscritas. En el caso Mexicano, la separación de propiedad y control es lograda tanto a través de acciones de clase dual y de estructuras de pirámide. La Tabla 4 muestra que el 37% de las firmas inscritas han emitido acciones sin derecho

¹³ Lefort y Walker (2000c), Agosín y Pastén (2000) y Majluf y otros (1998), son documentos actuales sobre conglomerados y estructura corporativa en Chile.

¹⁴ Las Firmas se abstienen de emitir acciones con diferentes derechos, en orden a atraer inversiones de los fondos de pensiones y evitar ser penalizadas por las firmas calificadoras de riesgo. Ver Lefort y Walker (2000c).

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

a voto y que el 59% de las firmas inscritas pertenecen a una estructura de pirámide. Existen diversas clases de acciones emitidas por las compañías. Usualmente, las acciones clase A, confieren plenos derechos a voto y son estrictamente de propiedad de la familia que ejerce el control. La mayor parte de las acciones que se negocian tienen limitaciones con relación a sus derechos de voto y son de propiedad de los intereses minoritarios. La propiedad extranjera también ha incrementado últimamente. De acuerdo con Babatz (2000) el 18% de las 150 mayores compañías inscritas de México, están sometidas a control extranjero.

3. *Inversionistas institucionales*

230. Los inversionistas individuales no son importantes para la mayoría de las compañías Latinoamericanas. Sin embargo, los inversionistas institucionales, en particular los fondos de pensión, juegan un rol en el gobierno corporativo. La temprana reforma de fondos de pensión en Chile, seguida por posteriores reformas en Argentina, Colombia, Perú y México, otorgaron a los fondos de pensión privados un importante rol como proveedores de capital. En adición, la reforma de los fondos de pensión ha impulsado el mercado de capitales y reformas a la ley corporativa que han ayudado a mejorar la protección general de los accionistas minoritarios. Walker y Lefort (2001), proporcionan diversos ejemplos que indican que las reformas a los fondos de pensión, está relacionada con la acumulación de “capital institucional”¹⁵, crea un marco de trabajo legal más dinámico¹⁶, incrementa la especialización, innovación, transparencia e integridad de los mercados de capitales y también mejora las prácticas de gobierno corporativo¹⁷. Ellos también presentan evidencia estadística, consistente con la hipótesis que la reforma de los fondos de pensión reduce los costos de capital de las firmas, baja la volatilidad en los precios de los valores e incrementa los volúmenes de las transacciones.

231. En diversos casos, los fondos de pensión individualmente o como un grupo, han logrado controles de acciones lo suficientemente grandes, como para justificar un rol importante como accionistas minoritarios, superando de este modo el problema clásico de dejarse llevar por los otros accionistas (*free rider*). Además, debido a la naturaleza de los fondos administrados por los administradores de fondos de pensión y su influencia política, ellos han pasado a ser importantes líderes de opinión en temas relativos a gobierno corporativo y protección de accionistas minoritarios. Ejemplos de este tipo de influencia por parte de los inversionistas institucionales son

¹⁵ Ver Valdés y Cifuentes (1990).

¹⁶ Iglesias (1999), cita 25 reformas legales en los mercados de capitales chilenos que fueron provocados por necesidades de inversión de los fondos de pensión.

¹⁷ Por ejemplo, en conjunto con la reforma de los fondos de pensión en el país, una nueva ley de quiebras fue implementada en Argentina (Ley Nr. 24.552 de 1995). En Chile, la Asociación de Fondos de Pensiones (ASAFP) notifica a las autoridades e influencia a la opinión pública acerca de situaciones de gobierno corporativo que son negativas para los fondos de pensión. Los administradores de fondos de pensión, también son requeridos en forma habitual por la Superintendencia de Administradores de Fondos de Pensiones (SAFP), para que presente informes relativos a eventos o transacciones efectuadas por emisores de valores, que pudieren tener un efecto negativo en las inversiones de los fondos de pensiones. En Perú, ser “habilitado para AFP”, pasó a ser un nuevo estado para los emisores de valores, requiriendo mayor transparencia en la información (Ramos, 1999)

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

en Chile los casos de ENERSIS y Terra.¹⁸ De manera más específica, Walker y Lefort (2001), muestran que para el año 2000, las participaciones en bonos y acciones corporativas de los fondos de pensión, como una fracción de la capitalización del mercado, eran responsable del 15,9% en Chile, 24,8% en Argentina y 32,1% en Perú. En el caso de México, debido tanto a la corta vida de la reforma del régimen de pensiones y a la canalización de sus inversiones en bonos indexados del gobierno, los inversionistas institucionales locales aún están jugando un rol muy limitado en los mercados de capital privado (Husted y Serrano (2001)). En Brasil, Siffert (2000), indica que en algunas ocasiones debido a los procesos de privatización, ha existido un incremento en compañías que exhiben control compartido, donde los inversionistas institucionales tanto locales como extranjeros, son propietarios de grandes paquetes accionarios y actúan como accionistas relevantes pero sin ser de control.

III. Prácticas de los directorios y su composición en América Latina

232. La ley corporativa en muchos de los países Latinoamericanos indica en forma explícita que los directorios son el principal organismo de toma de decisiones de una compañía y que, sus miembros tienen deberes de lealtad y cuidado hacia todos los accionistas. No obstante, como una consecuencia de la alta concentración de la propiedad observada en la mayoría de las compañías de la región, los directorios en los países de América Latina, tienden a ser mucho más débiles que en los Estados Unidos de Norteamérica o en el Reino Unido y constituyen un deficiente mecanismo de gobierno. En términos generales, los directorios en América Latina sirven principalmente una función de consultoría para los socios de control, incluyen muy pocos miembros independientes y exhiben muy pocos comités en funcionamiento, si es que los hubiere.

233. La independencia es una característica importante para un miembro de directorio. Hillman y Dalziel (2003), argumentan que en una sala de directorio debe presentar un equilibrio adecuado entre miembros del directorio independientes y no independientes, en orden a proporcionar capacidades tanto de monitoreo como de recursos estratégicos para la compañía. En reglas adoptadas recientemente, la SEC hace una distinción entre miembros del directorio no independientes y afiliados. Mientras que un miembro de directorio no independiente es una persona relacionada con la compañía a través de un puesto de trabajo o de algún otro negocio o relación sustancial, tal como ser un proveedor o un competidor¹⁹, un miembro afiliado es un accionista mayoritario de la compañía, un accionista de control o una persona relacionada con el accionista de control de la compañía. No obstante, en América Latina debido al uso intensivo de estructuras de pirámide y al importante nivel de implicancia de los socios de control en el día a día de los negocios de la compañía, los miembros afiliados del directorio tienden también a ser no independientes según se define por la SEC.

234. Existe muy escasa información sistemática sobre la composición de los directorios en los países Latinoamericanos. Para muchos países la única información disponible son los informes sobre los Formularios 20-F presentados ante la Comisión de Valores y Bolsas de Comercio. La

¹⁸ En el primero, un administrador de fondos mutuos se opuso a la oferta de ENDESA, España, y llamó a una asamblea extraordinaria de accionistas. En la segunda, administradores de fondos de pensiones informaron al ente regulador de las deficientes condiciones de la venta de Terra a Telefónica de España.

¹⁹ Un miembro de directorio no independiente es proclive a presentar un conflicto de intereses.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

Tabla 5 resume nuestros hallazgos a través de diversas fuentes. Como promedio, los directorios Latinoamericanos tienen menos de 8 miembros y menos de la mitad de ellos puede ser considerada tanto independiente como no afiliados. Existen escasos estudios para Brasil, Chile y México que ayuden a complementar este resultado.

235. La estructura y funcionamiento de los directorios en Brasil es analizado por Ventura (2000), Leal y Oliveira (2002), Spencer Stuart (1999) y Outra y Saito (2001). Tal como se indicó más arriba, ellos encuentran que los directorios brasileños sirven principalmente un rol consultor y que sus miembros tienden a estar afiliados al grupo de control. Específicamente, el 49% de los miembros de directorios están afiliados con los accionistas de control y, menos del 20% de los directores podría calificar como independientes, utilizando las normas norteamericanas. Más aún, los Presidentes del Consejo de Administración tienden a estar afiliados con los accionistas de control y sólo el 17% de las compañías tienen comités permanentes del directorio.

236. Lefort y Walker (2000c), Iglesias (1999), Majluf y otros (1998) y Spencer Stuart-PUC (2000), observaron la composición y funcionamiento de los directorios en Chile y llegaron a conclusiones similares. En particular, la investigación preparada por Spencer Stuart-PUC, muestra que sólo el 55% de los directores podrían calificar como independientes y no afiliados utilizando las definiciones del SEC: esto es, que ellos no tienen una relación directa familiar o de trabajo con la compañía o sus compañías relacionadas. No obstante, la cantidad de verdaderos miembros de directorio independientes es ciertamente mucho más baja, desde que muchos directores autoproclamados como independientes, tienen una parte importante de sus ingresos proporcionados por los accionistas de control, a través de otras membresías en directorios o en actividades de consultoría. Lefort y Walker (2000c), muestran que al considerar los 5 conglomerados más grandes, más del 80% de los directores puede ser considerado como afiliado a los accionistas de control. Aún en el caso de compañías en las cuales los fondos de pensión son propietarios de acciones, como promedio sólo el 10% de los miembros de los directorios actualmente son elegidos con votos de los fondos de pensión.²⁰

237. Evidencia adicional indica una falta de actividades de monitoreo de los directores chilenos. Spencer Stuart-PUC, informa que sólo el 29% de los directorios en Chile tienen establecidos comités permanentes del directorio. Lefort y Walker (2000c) observaron como los miembros de los directorios se sientan en más de un directorio (*interlocking boards*) en los conglomerados chilenos y encontraron como promedio, que cada miembro del directorio de una firma inscrita afiliada a un conglomerado, se sienta en 1,6 directorios. En adición, los conglomerados no comparten directores. Sólo el 3% de los directores de una muestra total de 1.530 se sienta en los directorios de dos o más compañías pertenecientes a diferentes accionistas de control.

238. Las cosas no son muy diferentes en México. Según lo indica Babatz (1997) y Husted y Serrano (2001), el nombramiento de los directores en México es en la mayor parte de los casos, un asunto de familia. Una simple mirada a la composición de los directorios, muestra que el 53% de los directores son ya sea ejecutivos principales de la firma o de otras firmas del grupo, o parientes de dichos ejecutivos. No obstante, la falta de independencia es probablemente peor, debido a la dependencia política y a otros tipos de relaciones, tal como el “compadrazgo” local (relaciones de tipo padrino).

²⁰ Iglesias (2000).

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

Tabla 1
Indicadores de Mercado

| País | PIB per cap.(US\$) (1) (2002) | PIB per cap.(US\$) PPP ajustado (1) (2002) | Mercado Cap./PIB (2) (1997) | Valor Total Negociado/PBI (2) (1997) | % de Dinero del Sector Privado Depositado en los Bancos /GDP (2) (1997) | % de Dinero de otros intermedios/GDP (2) (1997) | # de firmas inscritas (3) (2002) | # de ADR (4) (2002) |
|-----------|-----------------------------------|---|--------------------------------|---|--|--|-------------------------------------|------------------------|
| Argentina | 2400 | - | 0.11 | 0.04 | 0.15 | 0 | 152 | 24 |
| Brasil | 3580 | 7300 | 0.19 | 0.12 | 0.23 | 0.05 | 459 | 39 |
| Chile | 4590 | 9100 | 0.84 | 0.09 | 0.45 | 0.12 | 260 | 24 |
| Colombia | 2020 | 6060 | 0.13 | 0.01 | 0.16 | 0.15 | 74 | 3 |
| México | 5070 | 8790 | 0.32 | 0.13 | 0.22 | 0.03 | 201 | 37 |
| Perú | 2080 | 4660 | 0.11 | 0.04 | 0.09 | 0.01 | 175 | 2 |
| Promedio | 3290 | 7182 | 0.28 | 0.07 | 0.22 | 0.06 | 220.2 | 21.5 |

(1) Guía de Riesgo País, Coface (2003).

(2) Dermigüç-Kunt, Asli y Ross Levine (2001), "*Financial Structure and Economic Growth*" ("Estructura Financiera y Crecimiento Económico"). MIT Press. (Datos de 1997).

(3) ECONOMATICA.

(4) www.NYSE.com

Tabla 2
Concentración de la Propiedad

| País | Muestra (2002) | % del accionista principal (2002) | % de los 3 accionistas principales (2002) | % de los 5 accionistas principales (2002) |
|-------------|----------------|-----------------------------------|---|---|
| Argentina** | 15 | 61% | 82% | 90% |
| Brasil* | 459 | 51% | 65% | 67% |
| Chile* | 260 | 55% | 74% | 80% |
| Colombia* | 74 | 44% | 65% | 73% |
| México** | 27 | 52% | 73% | 81% |
| Perú* | 175 | 57% | 78% | 82% |
| Promedio | 168.3 | 53% | 73% | 79% |

* Datos de ECONOMATICA.

** Datos de presentaciones de 20-F ADR

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

Tabla 3
Identidad del Accionista de Control

| País | Local- Control privado | Control Extranjero | Control del Estado | Propiedad Dispersa | # de Grupos (1) (1997) | % de afiliación a grupos (2) (2002) |
|----------------|---------------------------|-----------------------|--------------------------|-----------------------|---------------------------------|--|
| Argentina * | 38.6%* | 59.1%* | 2.3%* | 0%* | 11 | 93% |
| Brasil** | 43%** | 33%** | 21%** | 3%** | 38 | 89% |
| Chile | 69% | 30% | 0.8% | 0% | 50*** | 68% |
| Colombia | | | | | 7 | 50% |
| México | | 18%**** | | | 14 | 72% |
| Perú | | | | | 5 | 100% |
| Promedio | | | | | 19.2 | 79% |

(1) Khanna y Yafeh (2000) "Grupos Comerciales y Participación en los Riesgos Alrededor del Mundo" (*Business Groups and Risk Sharing Around the World*). Documento de Trabajo. Excepto Chile.

(2) Para Argentina, Brasil, Colombia y Perú, datos de presentaciones de 20-F ADR.

* Apreda (2000). 40 firmas principales.

** Siffert, Nelson "Governança Corporativa: Padroes internacionais e evidencias empiricas no brasil nos anos 90" (Gobierno Corporativo: Padrones Internacionales y Evidencias Empíricas en Brasil en los Años 90). Documento de Trabajo.

***Lefort, Tarziján, Espinosa (2003) "*Corporate Investment in Chile: Group Effect*" (Inversión Corporativa en Chile: Efectos de Grupo"). Pontificia Universidad Católica de Chile.

**** Babatz (2000).

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

Tabla 4
Separación de propiedad y control

| País | % de firmas con acciones sin derecho a voto (1) (2002) | Acciones sin derecho a voto / acciones con derecho a voto (2) (2002) | % de firmas en pirámides (3) (2002) | % derechos de flujo de caja del accionista de control (2002) |
|-----------|--|--|-------------------------------------|--|
| Argentina | 3.9% | 0.14 | 93% | 68% |
| Brasil | 86.9% | 1.29 | 89% | 60% |
| Chile | 7.2% | 0.07 | 68% | 57% ** |
| Colombia* | 7.1% | 0.09 | 50% | - |
| México | 37.8% | - | 72% | 59% |
| Perú* | 61.0% | 0.25 | 100% | - |
| Promedio | 34.0% | 0.37 | 79% | 61.0% |

(1) Número de firmas con acciones preferidas / número total de firmas (Economática).

(2) Número de acciones preferidas / Número de acciones comunes (Economática).

(3) Datos de presentaciones de 20-F ADR

* Sólo dos firmas en la muestra.

** Lefort y Walker (2000b). Abante. "Propiedad y Estructura de Capital de los Conglomerados Chilenos: Hechos e Hipótesis para Gobierno".

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

Tabla 5
Estructura del Directorio

| País | # de miembros del directorio (2002) | % de miembros independientes (2002) | Miembros Directorio / Asientos en el Directorio (2002) |
|------------|--|-------------------------------------|---|
| Argentina* | 8.1 | 38.8% | 1.20 |
| Brasil* | 8.5 | 28.6% | 1.10 |
| Chile** | 7.6 | 55.0% | 1.60 |
| Colombia** | 5.0 | 50.0% | - |
| * | | | |
| México* | 11.4 | 54.0% | 1.09 |
| Perú*** | 6.0 | 62.4% | - |
| Promedio | 7.8 | 48.1% | 1.25 |

* Datos de presentaciones de 20-F ADR.

** Spencer-Stuart (2000) "Guía de Directores".

*** Datos de presentaciones de 20-F ADR (2 firmas).

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

BIBLIOGRAFÍA PARA EL ANEXO C

Agosin, M. y Pastén, E. Corporate Governance in Chile. Working Paper.

Aprada, R., (1991-2000). Corporate Governance in Argentina. Working Paper, Cema University.

Bryan, H., y Serrano, C.(2001).Corporate Governance in Mexico. Working Paper.

Castañeda, G., Internal Capital Markets and Financial Crisis. An Explanation of the Mexican Recovery after the 1995 Crisis. Working Paper.

De Gortari, F., Determinantes del Acceso al Financiamiento del Exterior de los Corporativos Mexicanos. *Gaceta de Economía.*, 6,12.

Gálvez, J., y Tybout, J. Microeconomic Adjustments in Chile during 1977-81: the Importance of Being a Grupo. *World Development*, 13,8,969-994.

Gledson de Carvalho, A.(2002). Efeitos da Migracao para Níveis de Governanca. Working Paper, Sao Paulo University.

Hillman, A. y T. Dalzel (2003), Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives, *The Academy of Management Review*.

Iglesias, Augusto (1999). “Economic Impact of Pension Reforms in Chile”. Mimeo.

Iglesias, Augusto (2000). “The Impact of Pension Reform on Corporate Governance Practices and Regulations: Evidence from Chile”. *ABANTE*, Studies in Business Management, Vol.3 N°1, October/April. pp.

La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny (1996). Law and Finance”, *NBER WP* 5661.

La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny (1997). Legal determinants of External Finance, *The Journal of Finance*, July.

Leal, R., y De Oliveira, C., (2002), An Evaluation of Board Practices in Brazil. Working Paper, Rio de Janeiro Federal University.

Lefort, F, 2003, Gobierno Corporativo: ¿Que es? Y ¿Cómo andamos por casa?. Cuadernos de Economía, N° 120.

Lefort F. y Walker E. 2000 a. Corporate Governance: Challenges for Latin America. Revista ABANTE, Vol 2, N°2, Octubre.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

- Lefort F, y Walker E. 2000 b. The Effects of Economic Shocks on Corporate Governance Systems in Chile. *Revista ABANTE*, Vol 2, N°2, Octubre.
- Lefort F, y Walker E. 2000 c. Ownership and Capital Structure of Chile°1, Abril.
- Lefort F, y Walker E. 2001. Economic Performance of Conglomerates: Evidence from Chile. Preliminary Version.
- Marcillo, F., y Coutinho, L.(2001) Corporate Governance in Brazil. Working Paper.
- Michele, R., Corporate Governance: An Introduction to the Argentine Case. Working Paper.
- Mujica, A., y Rivera, J.(2000) Indice de Directorios. Working Paper.
- Nail, L., (2001),Issues in International Corporate Control and Governance. *Research in International Business and Finance*, volume 15.
- Paredes, R., y Sánchez, J.M.,(1995). Organización Industrial y Grupos Económicos: El caso de Chile. Working Paper.
- Martínez, L.,(2001), La Importancia de la Protección de los Derechos de Propiedad en el Sistema Financiero y en el Crecimiento Económico. Working Paper.
- Pereira, R., Carvalhal, A., y Mourthé, S., (2002). Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. *Revista de Administracao Contemporânea V. 6,1,7-18*.an Conglomerates: Facts and Hypothesis in Chile. *Revista ABANTE*, Vol 3, N
- Ramos, Jorge (1999). La Experiencia de las Administradoras de Fondos de Pensiones en el Financiamiento de las Empresas a través del Mercado de Capitales en el Perú. Mimeo, AFP Integra, Perú.
- Siffert, N., Governanca Corporativa: Padroes Internacionais e Evidencias Empíricas no Brasil nos Anos 90. Working Paper.
- Srour, G., Práticas Diferenciadas de Governanca Corporativa: Um estudio sobre a conduta e a performance das firmas brasileira. Working Paper.
- Tarzijan, J., y Rivera, J.(2002) Reasons for Conglomeration: Empirical Analysis of Management Responses in Chile. *Revista ABANTE*, 3,2,203-226.
- Valdés P., Salvador y Rodrigo Cifuentes (1990). “Previsión Obligatoria para la Vejez y Crecimiento Económico. Documento de Trabajo N° 131, Instituto de Economía Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Walker, E., y Lefort, F. (2001) Pension Reform and Capital Markets: Are There Any (hard) Links?. Working Paper, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Wigodski, T., y Zúñiga, F., (2003) Gobierno Corporativo en Chile después de la Ley de Opas. Working Paper. 38.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

ANEXO D: GLOSARIO

Resolución alternativa de disputas: El uso de arbitraje privado y/o mediación para resolver disputas civiles que de otra forma irían a los tribunales. Por ejemplo, una bolsa de comercio puede ofrecer arbitraje privado obligatorio sobre compañías inscritas, a los accionistas que buscan obtener reparaciones por la violación de sus derechos. Mientras que normalmente es visto como un complemento del poder judicial, el arbitraje privado y la mediación para ser eficaces, deberían tener alguna forma de respaldo legal.

Informe anual: Un informe emitido por compañías abiertas a sus accionistas cada año. Normalmente contiene información sobre el desempeño general, los prospectos futuros y la información financiera auditada.

American Depository Receipt (ADR): Un certificado emitido por un depositario de los Estados Unidos de Norteamérica, que representa una cantidad de acciones emitidas por una compañía que no es de nacionalidad Norteamericana. Los ADR se negocian normalmente en una bolsa de comercio norteamericana, pero puede no otorgar al tenedor todos los derechos que tendría en una compañía norteamericana.

Comité de Auditoría: Un comité formado por miembros del directorio de la compañía o del comité permanente de control (supervisory board). Los miembros no ejecutivos del directorio normalmente forman todo o una mayoría del comité. El comité de auditoría normalmente supervisa la información financiera de la compañía y algunas veces la administración de riesgo o el cumplimiento legal. El comité también puede tener la facultad de evaluar y/o bloquear transacciones con partes relacionadas.

Beneficial owner (Beneficiario (verdadero dueño)): La persona que se beneficia de la propiedad de un valor u otro tipo de propiedad, el dueño de hecho. El beneficiario puede no siempre ser el mismo que el propietario nominal (que está registrado como propietario y que es tenedor del título de la propiedad).

Aumento de capital: Una emisión de nuevas acciones por una compañía.

Juicio de acción de clase: Un juicio entablado por una o más personas en beneficio de un grupo de individuos que han sufrido todos el mismo perjuicio. Hasta hace poco tiempo atrás, estos juicios sólo eran permitidos en ciertos países que utilizaban el common law (sistema jurídico anglo-americano).

Pirámide de control: Estructura de la propiedad, donde una compañía control, controlará una fracción de otra compañía, la que a su vez puede a su vez ser propietaria de una fracción de control de una tercera compañía, etc. Esto permitirá al propietario de la compañía de control, el control de las subsidiarias, mientras que posee una fracción de la propiedad subyacente. Puede ser

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

combinada con propiedad cruzada de acciones, para hacer más complejas las estructuras corporativas.

Accionista de control: Un accionista que tiene los votos suficientes como para elegir una mayoría del directorio y ejercer de hecho control sobre la administración. Un accionista puede estar en capacidad de controlar la compañía, mientras que es dueño de menos del 50% de las acciones, a través del uso de acciones con derechos de voto especiales, pirámides de control y otras tácticas.

Gobierno corporativo: Las relaciones entre la administración de una compañía, su directorio, sus accionistas y otros grupos de interés social o corporativo. El gobierno corporativo proporciona la estructura a través de la cual los objetivos de la compañía se fijan y se determinan los medios de lograr esos objetivos y monitorear el desempeño.

Propiedad Cruzada: Cuando dos o más compañías son tenedoras entre sí de acciones de la otra. Usado frecuentemente en conjunción con las pirámides de control.

Votación acumulativa: Bajo la votación acumulativa, los accionistas ceden votos a uno o más candidatos a miembros del directorio, en vez de votar separadamente por cada uno de los miembros del directorio. Cada uno de los accionistas recibe una cantidad de votos proporcional a sus acciones –esto es, su cantidad de acciones, multiplicada por el número de asientos en el directorio. Bajo el voto acumulativo, del 10%-15% de los votos normalmente es necesario para elegir a un miembro del directorio. Esto puede permitir a los accionistas minoritarios elegir algunos miembros del directorio.

Acciones entabladas por los accionistas destinadas a hacer valer sus derechos en la sociedad: Un juicio que pretende obtener indemnizaciones de parte de los miembros del directorio o de otros oficiales de la compañía, entablado por uno o varios accionistas en representación de la compañía. Si se tiene éxito, los perjuicios pueden ser utilizados para cancelar los gastos legales de los accionistas demandantes, pero el saldo es entregado a la compañía y no directamente a los accionistas demandantes.

Deber de cuidado: El deber de un miembro del directorio para actuar sobre una base prudente e informada en sus decisiones con respecto a la compañía. A menudo interpretado como el requerimiento al miembro del directorio para tratar los negocios de la compañía, de la misma manera que un “hombre prudente” lo haría con sus propios negocios. La responsabilidad bajo el deber de cuidado es mitigada frecuentemente por la norma de criterio del negocio.

Deber de lealtad: El deber de un miembro de directorio para actuar en el interés de la compañía y de sus accionistas. El deber de lealtad debería impedir que un miembro del directorio individual, actúe en su propio interés o en el interés de otro individuo o grupo, a expensas de la compañía y de todos los accionistas.

Asamblea General: La asamblea general de accionistas en la cual pueden ser elegidos los miembros del directorio, y las resoluciones del directorio, asuntos que requieren de la aprobación de los accionistas (esto es, una fusión) y los auditores externos o reglamentarios, también pueden ser aprobados o rechazados. Los accionistas también tienen la oportunidad de efectuar preguntas a la administración de la compañía durante la asamblea general.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

Miembro independiente del directorio: Habitualmente se refiere a un miembro del directorio no ejecutivo, que no tiene negocios o relaciones contractuales (que no sean otras que sus servicios como miembro del directorio) con la compañía, que no está bajo la influencia de cualquier otro miembro del directorio o grupo de accionistas y que por lo general, es capaz de actuar de una manera informada y objetiva. No obstante, los criterios de independencia pueden variar entre países y compañías, dependiendo de los patrones de control y afiliaciones con otras compañías. La definición de independencia para una compañía individual, puede ser usualmente definida con referencia a los códigos nacionales, reglamentos o guías de mejores prácticas que reflejan las circunstancias nacionales.

Insider (Personas que tienen acceso a la información privilegiada de la compañía): Un miembro del directorio de la compañía, un ejecutivo o un accionista de control. También puede referirse a otros *insiders* de hecho, por ejemplo, un director en las sombras (*shadow director*) (persona que actúa como director sin tener la calidad de tal), o alguien que ejerce control sobre las operaciones diarias de la compañía.

Instituto de Directores (IoD): Una organización para miembros de directorio que normalmente ofrece capacitación en conjunto con otros servicios.

International Financial Reporting Standards (IFRS) (Estándares de Información Financiera Internacional): Los estándares de información financiera creadas por el Comité de Estándares Internacionales de Contabilidad (IASB) basado en Londres. Docenas de países han adoptado las IFRS, o armonizan activamente sus normas de contabilidad con las IFRS. Estas normas son comúnmente referidas como los Estándares Internacionales de Contabilidad (IAS).

Accionista minoritario: Un accionista cuyos intereses en la compañía son demasiado pequeños como para permitirle tener una influencia directa en el directorio o en la administración de la compañía. Un accionista que no es un accionista de control.

Apoderado: Una persona que está facultada para votar en representación de otros accionistas en la asamblea general. También se refiere al voto por correo que los accionistas en algunos países pueden utilizar para votar en la asamblea general sin concurrir a ésta.

Derechos de prelación: El derecho de los actuales accionistas para participar en cualquier aumento de capital. Los derechos de prelación deberían precluir a la compañía de vender nuevas acciones en términos favorables solamente a algunos accionistas o a personas no accionistas.

Transacción con parte relacionada: Una transacción celebrada entre la compañía y uno o más de sus ejecutivos, miembros del directorio o accionistas importantes, con sus parientes cercanos o asociados, o con una entidad en la cual ellos tienen interés.

Shadow director: Una designación del derecho anglo-americano, para alguien que no sirve en el directorio, pero que ejerce considerable influencia en sus deliberaciones.

Grupos de interés social o corporativo: Individuos o grupos en adición a los accionistas, que tienen un interés importante en, y/o influencia sobre, las operaciones de la compañía y el logro de los objetivos de ésta, tales como empleados, acreedores, proveedores, clientes y la comunidad.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

Auditor designado por mandato legal: Elegido por los accionistas para supervisar la auditoría interna y la información financiera de la compañía y en algunos casos, el cumplimiento de los reglamentos y las resoluciones de los accionistas. Los auditores legales forman parte del comité de auditoría

Derechos a Prorrata (*tag-along rights*): Cuando un accionista de control vende suficientes acciones para el control de la compañía por parte de un nuevo dueño, el derecho de otros accionistas para vender sus acciones, usualmente en los mismos términos del accionista de control; esto es, un requerimiento para que alguien que pretende adquirir un interés de control, ofrezca comprar las acciones de todos los accionistas y no solamente las del accionista de control.

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

ANNEXO E: LISTA DE PARTICIPANTES

| | | |
|------------------|--|---|
| Argentina | Dr. Marcos Bertin Director de la División de Gobierno Corporativo Voyer International Arroyo 828 P 3 Buenos Aires C1007AAB Argentina | Tel: 00 54 11 4322 3232 Fax: 00 54 11 4322 3232 e-mail: mbertin@voyer.com.ar |
| Argentina | Sr. Mario Casellini Executive Director Ejecutivo FUNDECE (Fundación para la Calidad y Excelencia en los Negocios) Bouchard 644 1° 'C' Buenos Aires C1106ABJ Argentina | Tel: 00 54 11 4311 2055 Fax: 00 54 11 4315 3492 e-mail: m_casellini@fundece.org.ar |
| Argentina | Srta. Analía Cuervo Consultor Argentina | Tel: Fax: e-mail: jchiar@sion.com |
| Argentina | Dr. Emilio Ferré Comisionado Comisión Nacional de Valores 25 de Mayo 175 Buenos Aires 1002 Argentina | Tel: 00 54 11 4329 4735 Fax: 00 54 11 4329 4749 e-mail: eferre@mecon.gov.ar |
| Argentina | Sr. Guillermo Fretes Socio de Fretes & Arieu - Abogados 25 de Mayo 432, Piso 12 Buenos Aires C1002ABJ Argentina | Tel: 00 54 11 4313 8856 Fax: 00 54 11 4313 8887 e-mail: gafretes@infovia.com.ar |

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

- Argentina** Sr. Carlos Alberto Leone
Active Consulting
Viamonte 1145 P 6B
Buenos Aires
C1053ABW
Argentina
Tel: 00 54 11 4372 0071
Fax: 00 54 11 4372 0071
e-mail: cleone@bonfra.com.ar
- Argentina** Sr. Narciso Muñoz
Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores
25 de Mayo 175
Buenos Aires
C1002ABC
Argentina
Tel: 00 54 11 4329 4706
Fax: 00 54 11 4345 2879
e-mail: nmunoz@cnv.gov.ar
- Argentina** Srta. Elvira Schamann
Secretaria General
Federación Iberoamericana de Bolsas de
Comercio - FIAB
Cerrito 1266
Piso 12, Of. 50
Buenos Aires
C1010AAZ
Argentina
Tel: 00 54 11 4816 4401
Fax: 00 54 11 4816 1997
e-mail: eschamann@fiabnet.org
- Argentina** Srta. Silvina Vatnick
Director
Centro para la Estabilidad Financiera
San Martín 483, 2º. Piso
Buenos Aires
C1004AAI
Argentina
Tel: 00 54 11 4328 7306
Fax: 00 54 11 4328 7280
e-mail:
svatnick@cfsargentina.org
- Argentina** Dr. Carlos Marcelo Villegas
Vicepresidente
Centro para la Estabilidad Financiera
San Martín 483, Piso 2
Buenos Aires
1004
Argentina
Tel: 00 54 11 4328 7280
Fax: 00 54 11 4328 7306
e-mail:
[villegas@nicholsonycano.com.
ar](mailto:villegas@nicholsonycano.com.ar)

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

| | | |
|----------------|--|--|
| Bolivia | Sr. Juan Javier Estenssoro Moreno Superintendente Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros Calle Reyes Ortiz, Esq Federico Zuazo No. 74, La Paz 6118 Bolivia | Tel: 00 591 2 233 1212 Fax: 00 591 2 233 0001 e-mail: jjestenssoro@spvs.gob.bo |
| Bolivia | Sra. Raquel Galarza Anze. Gerente Legal Banco Central de Bolivia Calle Ayacucho, esq. Mercado La Paz Bolivia | Tel: 00 591 2 409 090 int 1201 Fax: 00 591 2407931 e-mail: rgalarza@mail.bcb.gov.bo |
| Bolivia | Dr. Nabil Miguel Agramont Abogado Corporativo y Financiero Estudio Jurídico Financiero Calle Federico Zuazo No.1598 Edificio Park Inn, Piso 5, Of. 53 La Paz 4345 Bolivia | Tel: 00 59 12 231 3943 Fax: 00 59 12 231 3943 e-mail: nmiguel@caoba.entelnet.bo |
| Bolivia | Dr. Sergio Pantoja Navajas Abogado Corporativo PO Box 6901 La Paz Bolivia | Tel: 00 591 706 924 50 Fax: 00 59 12 2751 449 e-mail: pantojasergio@hotmail.com |
| Brasil | Sr. Paulo Cezar Aragão Barbosa, Müssnich & Aragão Advogados Av. Presidente Juscelino São Paulo 04543-000 Brasil | Tel: 00 55 21 3365 4584 Fax: 00 55 21 3365 4598 e-mail: pca@bmalaw.com.br |

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

| | | |
|---------------|--|---|
| Brasil | Sr. Claudio Avanian Jacob Analista Bolsa de Valores de Sao Paulo (Bovespa) Rua XV de Novembro, 275 5° andar São Paulo 01013-001 Brasil | Tel: 00 55 11 3233 2341 Fax: 00 55 11 3233 2051 e-mail: cjacob@bovespa.com.br |
| Brasil | Sra. Heloisa Bedicks CEO <i>Instituto Brasileiro de Governança Corporativa</i> (Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo) (IBGC) Avenida das Nações Unidas, 12.551 - 19° andar, Conj 1910, World Trade Center São Paulo 04578-903 Brasil | Tel: 00 55 11 3043 7008 Fax: 00 55 11 3043 7005 e-mail: heloisa.bedicks@ibgc.org.br |
| Brasil | Sr. Luiz Cantidiano Presidente <i>Comissão de Valores Mobiliarios</i> (Comisión de Valores Mobiliarios) Rua Sete de Setembro, 111 - 32° andar Centro Río de Janeiro 20159-900 Brasil | Tel: 00 55 21 3233 8242 Fax: 00 55 21 2221 6769 e-mail: pte@cvm.gov.br |
| Brasil | Sr. Mauro Rodrigues da Cunha, CFA Oficial de Inversiones Bradesco Templeton Asset Management Ltda. Av Brig Faria Lima, 1461 3° andar São Paulo SP 01481 900 Brasil | Tel: 00 55 11 3039 3763 Fax: 00 55 11 3039 3863 e-mail: cunha@bradesco- templeton.com.br |
| Brasil | Sr. Cristiano de Souza Socio Dynamo Asset Management Av. Ataulfo de Paiva, 1351 7° Andar Río de Janeiro 22440-031 Brasil | Tel: 00 55 21 2512 9394 Fax: 00 55 21 2512 5720 e-mail: cristianos@dynamo.com.br |

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

- Brasil** Sr. Paulo Diederichsen Villares
Presidente
Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
(Instituto Brasileño de Gobiernos Corporativo)
(IBGC)
Avenida das Nações Unidas, 12.551 - 19º
andar, Sala 1910 World Trade Center
São Paulo
04578-903
Brasil
Tel: 00 55 11 3043 7008
Fax: 00 55 11 3043 7005
e-mail: paulodv@terra.com.br
- Brasil** Sra. Sandra Guerra
CIO y Director de Mercadeo
CPM SA
Rua Jeronimo Teles Junior, 35
Sao Paulo
05154-010
Brasil
Tel: 00 55 11 3908 8030
Fax: 00 55 11 3908 8485
e-mail:
sandra.guerra@cpm.com.br
- Brasil** Sr. Bengt Hallqvist
Presidente Anterior
Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
(Instituto Brasileño de Gobiernos Corporativo)
(IBGC)
Albuquerque Lins 867, Apt 803
São Paulo
01230-001
Brasil
Tel: 00 55 11 3662 3587
Fax: 00 55 11 3662 3587
e-mail:
bengthh@amcham.com.br
- Brasil** Sr. Henrique Lang
Socio
Pinheiro Neto - Abogados
Rua Boa Vista, 254, 9o andar
Sao Paulo
01014-907
Brasil
Tel: 00 55-11-237-8618
Fax: 00 55-11-237-8600
e-mail:
hlang@pinheironeto.com.br
- Brasil** Sr. Eduardo Manhães Ribeiro Gomes
Jefe, Departamento de Desarrollo de Mercados
y Asuntos Internacionales Comissão de Valores
Mobiliarios (*Comisión de Valores Mobiliarios*)
Rua Sete de Setembro, 111 - 30º andar
Centro
Río de Janeiro
20159-900
Brasil
Tel: 00 55 21 3233 8263
Fax: 00 55 21 3233 8292
e-mail: eduardom@cvm.gov.br

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

| | | |
|---------------|--|---|
| Brasil | Sr. Antonio Mendes Socio Principal Pinheiro Neto - Abogados Rua Boa Vista, 254, 9o andar Sao Paulo 01014-907 Brasil | Tel: 00 55 11 237 8510 Fax: 00 55 11 237 8600 e-mail: amendes@pinheironeto.com.br |
| Brasil | Sr. Gilberto Mifano Presidente del Consejo de Administración Bolsa de Valores de Sao Paulo (Bovespa) Rua XV de Novembro, 275 São 01013-001 Brasil | Tel: 00 55 11 233 2183 Fax: 00 55 11 233 2403 e-mail: gilberto_mifano@bovespa.com.br |
| Brasil | Sr. José Luiz Osorio de Almeida Filho Socio Jardim Botanico Partners Rua Baronesa de Pocone 233, Apt. 101, Centro Río de Janeiro 22471-270 Brasil | Tel: 00 55 21 2512 5574 Fax: 00 55 21 2537 0473 e-mail: jlosorio@jbpartners.com.br |
| Brasil | Sra. Adriana Sanches Departamento de Cotizaciones y Desarrollo de Negocios Bolsa de Valores de Sao Paulo (Bovespa) Rua XV de Novembro, 275 5° andar São Paulo 01013-000 Brasil | Tel: 00 55 11 3233 2003 Fax: 00 55 11 3233 2403 e-mail: asanches@bovespa.com.br |
| Brasil | Sra. Maria-Helena Santana Director Bolsa de Valores de Sao Paulo (Bovespa) Rua XV de Novembro, 275 5° andar São Paulo 01013-001 Brasil | Tel: 00 55 11 3233 2361 Fax: 00 55 11 3233 2051 e-mail: msantana@bovespa.com.br |

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

| | | |
|---------------|--|--|
| Brasil | Sr. Paulo Vasconcellos Socio ProxyCon Assessoria Empresarial Rua Americo Brasiliense, 1765 Cj. 103 Sao Paulo 04715-003 Brasil | Tel: 00 55 11 5181 6845 Fax: 00 55 11 5182 6183 e-mail: paulo@proxycon.com.br |
| Brasil | Sr. Leonardo Viegas Presidente, Comité de Educación Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo (IBGC) Avenida das Nações Unidas, 12.551 - 19º andar São Paulo 04578-903 Brasil | Tel: 00 55 11 3722 2189 Fax: 00 55 11 3721 5294 e-mail: lviegas@attglobal.net |
| Chile | Sr. Alvaro Clarke de la Cerda Consultor Padre Mariano 272 of 202, Providencia Santiago Chile | Tel: 00 56 2 235 9890 Fax: 00 56 2 235 6875 e-mail: aclarke@clarkeyasoc.cl |
| Chile | Sr. Pablo Cruzat Asesor Ministerio de Hacienda Teatinos 120 Piso 12, oficina 15 Santiago Chile | Tel: 00 56 2 675 5833 Fax: 00 56 2 675 4555 e-mail: pcruzat@minhda.cl |
| Chile | Sr. Ricardo Escobar Socio Carey y Cía Miraflores 222, Piso 24 Santiago Chile | Tel: 00 56 2 365 7216 Fax: 00 56 2 633 1980 e-mail: Rescobar@carey.cl |
| Chile | Sr. Alejandro Ferreiro Superintendente Superintendencia de Valores y Seguros Av. Bernardo O'Higgins 1449, Piso 12, Santiago 834-0518 Chile | Tel: 00 56 2 473 4035 Fax: 00 56 2 473 4003 e-mail: aferreiro@svs.cl |

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

| | | |
|-----------------|--|---|
| Chile | Dr. Fernando Lefort Pontificia Universidad Católica de Chile Escuela de Administración Vicuña Mackenna 4860 Santiago Chile | Tel: 00 562 686 4353 Fax: 00 562 553 1672 e-mail: flefort@faceapuc.cl |
| Chile | Sr. Dieter Linneberg Consultor Superintendencia de Valores y Seguros Av. Bernardo O’Higgins 1449, Piso 12, 834-0518 Santiago Chile | Tel: 00 56 2 473 4035 Fax: 00 56 2 473 4003 e-mail: dlinnebe@svs.cl |
| Chile | Sr. Felipe Moro Carey y Cía Miraflores 222, Piso 24 Santiago 6500786 Chile | Tel: 00 56 2 365 7201 Fax: 00 56 2 633 1980 e-mail: fmoro@carey.cl |
| Colombia | Sr. Andres Bernal Asesor Legal, Proyecto de Gobierno Corporativo Colombia Confecámaras - CIPE Carrera 13, No 27-47, Of 502 Bogotá Colombia | Tel: 00 57 1 346 7055 Fax: 00 57 1 346 7026 e-mail: andresbernal@confecamaras.org.co |
| Colombia | Sr. Clemente Del Valle Borraez Presidente Supervalores – Autoridad Colombiana de Valores Avenida El Dorado 68 B 85 Piso 2 Bogotá Colombia | Tel: 00 571 427 0536 Fax: 00 571 427 0815 e-mail: cdelvalle@supervalores.gov.co |
| Colombia | Miss. Paola Gutierrez Velandia Gerente del Programa de Gobierno Corporativo para Colombia Confecamaras - CIPE Carrera 13 No. 27 - 47 Piso 5. Bogotá AA 29750 Colombia | Tel: 00 57 1 3 46 70 55 Fax: 00 57 1 3 46 70 26 e-mail: pgutierrez@confecamaras.org.co |

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

| | | |
|-----------------|---|---|
| Colombia | Sr. Andrés Vega Jaramillo Gerente de Proyecto – Fortalecimiento de los Mercados de Capital Bolsa de Valores de Colombia Carrera 8 N.13-82 Piso 7 Bogotá Colombia | Tel: 00 57 1 336 1623 Fax: 00 57 1 341 8885 e-mail: proyecto_bid@bvc.com.co |
| Colombia | Sr. José Alberto Vélez Presidente Grupo Argos Carrera 43A, No. 7-50, Piso 17, Torre Empresarial Dann Medellín Colombia | Tel: 00 574 319 8709 Fax: e-mail: javelez@grupoargos.com |
| Colombia | Sr. Santiago Vélez Penagos Representante Legal para Asuntos Judiciales Exitto SA Cra 48, No 32, BS 139 Envigado Medellín AA 3479 Colombia | Tel: 00 57 4 339 6503 Fax: 00 57 4 339 5235 e-mail: santiago.velez@grupo- exitto.com |
| Colombia | Sr. Carlos Yepes Jiménez Director, Unidad Jurídica Asesoría Bancolombia Carrera 52 No. 50-20 Piso 14 Medellín Colombia | Tel: 00 574 510 8750 ext 8750 Fax: 00 574 510 8799 e-mail: cyepes@bancolombia.com.co |
| México | Sr. Roberto Danel Consultor sobre Gobierno Corporativo Control de Gestion de Negocios, S.C. Calderón de la Barca No. 359-200 Col. Reforma Polanco México DF 11560 México | Tel: 00 52 55 5531 5939 Fax: 00 52 55 5531 2638 e-mail: cgestion@prodigy.net.mx |

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

- México** Sr. Jorge Familiar Calderón
Vicepresidente - Stock Exchange Supervision
Comisión Nacional Bancaria y de Valores
(CNBV)
Insurgentes Sur 1971 Torres Sur, piso 10
México
México
Tel: 00 52 55 5724 6650
Fax: 00 52 55 5724 6976
e-mail: jfamiliar@cnbv.gob.mx
- México** Sr. Samuel Podolsky
Presidente
Instituto Mexicano de Gobernabilidad
Corporativa
Avenida De Las Palmas 1115
Lomas de Chapultepec
México D.F.
11000
México
Tel: 00 52 55 5202 1104
Fax: 00 52 55 5202 5104
e-mail:
sampodolsky@gobernabilidad-
corporativa.org
- México** Sr. James E. Ritch Grande Ampudia
Socio
Ritch, Heather y Mueller, S.C.
Torre del Bosque
Blvd. M. Ávila Camacho No.24, Piso 20
México
DF, 11000
México
Tel: 00 52 55 9178 7037
Fax: 00 52 55 9178 7095
e-mail: jritch@rhm.com.mx
- México** Sra. Vanessa Rubio Márquez
Director General en Ejercicio para Asuntos
Financieros Internacionales
Secretaría de Hacienda y Crédito Público
Palacio Nacional 4º Patio Mariano Edif D 4º
Piso Col. Centro
México
06000
México
Tel: 00 52 55 9158 1181
Fax: 00 52 55 9158 1182
e-mail:
vanessa_rubio@hacienda.gob.
mx
- México** Sr. Eduardo Trigueros Gaisman
Director de Cotizaciones y Emisores
Director
Bolsa Mexicana de Valores
Paseo de la Reforma 255, P.B.
Col. Cuauhtenoc
México
06500
México
Tel: 00 52 55 5726 6727
Fax: 00 52 55 5726 6944
e-mail: etriguer@bmv.com.mx

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

| | | |
|-------------|---|---|
| Perú | Sr. Roque Benavides Presidente Asociación de Directores Corporativos del Perú (ASDIC) C/o Buenaventura Av. Carlos Villarán 790 Lima 13 Perú | Tel: 00 511 419 2538 Fax: 00 511 471 7349 e-mail: roqueben@buenaventura.com.p e |
| Perú | Sr. Carlos Eyzaguirre Guerrero Presidente Comisión Nacional Supervisora Empresas y Valores (CONASEV) Av. Santa Cruz 315 Miraflores Lima 18 Perú | Tel: 00 511 422 7300 Fax: 00 51 1 422 7196 e-mail: ceyzaguirre@conasev.gob.pe |
| Perú | Sr. César Fuentes Tesorero Asociación de Directores Corporativos del Perú (ASDIC) Alonso de Molina 1652, Monterrico Chico, Lima 100 Perú | Tel: 00 511 440 7236 Fax: 00 511 345 1328 e-mail: CFuentes@esan.edu.pe |
| Perú | Sr. Aldo Fuertes Anaya Analista Principal Centro para el Desarrollo Económico Av. Los Incas 172, Piso 7 San Isidro Lima 27 Perú | Tel: 00 511 436 9750 Fax: 00 511 426 8988 e-mail: afuertes@prestaclub.com |
| Perú | Sr. José Moquillaza Risco Miembro del Directorio Organismo Supervisor de la Inversión Privada en Infraestructura de Transporte (OSITRAN) Calle Bolivia No 120 . Piso 19º, Centro Cívico Lima 1 Perú | Tel: Fax: 00 511 271 9925 e-mail: jose.moquillaza@mail.com |

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

| | | |
|--------------------|---|--|
| Perú | Sr. Andres Nobl Director Ejecutivo Asociación de Directores Corporativos (ASDIC) Antequera 866 San Isidro Lima 27 Perú | Tel: 00 511 421 2112 Fax: 00 511 441 5410 e-mail: andyno@terra.com.pe |
| Perú | Dr. Federico Oviedo Vidal Presidente del Consejo de Administración Bolsa de Comercio de Lima Pasaje Acuña 106 Lima 1 Perú | Tel: 00 511 619 3333 (ext. 2202) Fax: 00 511 619 3350 e-mail: fovieo@bvl.com.pe |
| España | Sr. Santiago Cuadra Abeti Secretario General Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores Paseo de la Castellana, 21, bajo, derecha Madrid 28046 España | Tel: 00 34 91 585 0901 Fax: 00 34 91 585 1641 e-mail: santiago@cnmv.es |
| España | Sr. Juan Munguira González Abogado, Miembro del Departamento de Asuntos Internacionales Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) Paseo de la Castellana 19 MADRID 28046 España | Tel: 00 34 91 585 2255 Fax: 00 34 91 585 4110 e-mail: Munguira@cnmv.es |
| Reino Unido | Sr. Noel Hinton Director General Adjunto The Takeover Panel PO Box 226 The Stock Exchange Building Londres EC2P 2JX Reino Unido | Tel: 00 44 20 7382 9026 Fax: 00 44 20 7638 1554 e-mail: |

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

| | | |
|---------------------------------------|---|--|
| Reino Unido | Sr. Chris Pierce Jefe de Capacitación y Desarrollo de Directores, del Instituto de Directores 116 Pall Mall Londres SW1Y 5ED Reino Unido | Tel: 00 44 207 451 3292 Fax: 00 44 207 766 2606 e-mail: chris.pierce@iod.com |
| Estados Unidos de Norteamérica | Sr. Sherman Boone Economista Internacional Principal Departamento del Tesoro de los Estados Unidos de Norteamérica 1500 Pennsylvania Ave, N.W. Washington D.C. 20220 Estados Unidos de Norteamérica | Tel: 00 1 202 622 1246 Fax: 00 1 202 622 1254 e-mail: Sherman.Boone@do.treas.gov |
| Estados Unidos de Norteamérica | Sr. Stephen Dover Director Administrativo, Oficial Jefe de Inversiones Internacionales Franklin Templeton Advisors One Franklin Parkway San Mateo 94403-1906 Estados Unidos de Norteamérica | Tel: 00 1 650 312 2406 Fax: e-mail: sdover@frk.com |
| Estados Unidos de Norteamérica | Sr. Raúl Herrera Jefe, Grupo Latinoamericano de Prácticas Winston and Strawn, LLP 1400 L Street, N.W. Washington D.C. 20005 Estados Unidos de Norteamérica | Tel: 00 1 202 371 5763 Fax: 00 1 202 371 5950 e-mail: rherrera@winston.com |
| Estados Unidos de Norteamérica | Sr. Steven Polansky Director, Asuntos y Servicios Internacionales NASD 1735 K Street, NW Washington D.C. 20006-1516 Estados Unidos de Norteamérica | Tel: 00 1 202 728 8331 Fax: 00 1 202 728 8089 e-mail: steven.polansky@nasd.com |

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

| | | |
|---------------------------------------|--|--|
| Estados Unidos de Norteamérica | Srta. Georgia Sambunaris Especialista en Mercados Financieros Agencia Internacional para el Desarrollo Internacional (USAID) EGAT/EG, Ste 2.10-091 1300 Pennsylvania Avenue, NW Washington D.C. 20523-2600 Estados Unidos de Norteamérica | Tel: 00 1 202 712 0212 Fax: 00 1 202 216 3593 e-mail: gsambunaris@usaid.gov |
| Estados Unidos de Norteamérica | Sr. John Zemko Oficial Principal de Programas, América Latina y el Caribe Centra para la Empresa Privada Internacional (CIPE) 1155 15th Street NW, Suite 700 Washington D.C. 20005 Estados Unidos de Norteamérica | Tel: 00 1 202 721 9238 Fax: 00 1 202 721 9250 e-mail: jzemko@cipe.org |
| Venezuela | Srta. Sonia De Paola de Gathmann Gerente General Asociación Venezolana de Ejecutivos Av. Venezuela. Edif. Venezuela, Piso 3, Oficina 33, El Rosal Caracas 1060 Venezuela | Tel: 00 582 12 952 4944 Fax: 00 582 12 952 5722 e-mail: ave_gerencia@cantv.net |
| Venezuela | Sr. Italo Pizzolante Négron Presidente Asociación Venezolana de Ejecutivos Av. Venezuela. Edif. Venezuela, Piso 3, Oficina 33 Caracas Chacao 1060 Venezuela | Tel: 00 582 12 952 4944 Fax: 00 582 12 953 9222 e-mail: ave_presidencia@cantv.net |

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

Organizaciones Internacionales

| | | |
|---|---|--|
| Corporación Andina de Fomento (CAF) | Sr. Camilo Arenas Samper Director, Departamento de Mercados Financieros Corporación Andina de Fomento Av. Luis Roche, Torre CAF Caracas 69011 Venezuela | Tel: 00 58 212 209 2181 Fax: 00 58 212 209 2325 e-mail: carenas@caf.com |
| Foro Global sobre Gobierno Corporativo (Global Corporate Governance Forum) | Srta. Alyssa Machold Oficial de Proyectos Foro Global sobre Gobierno Corporativo c/o The World Bank Group 1818 H Street, NW Washington D.C. 20433 Estados Unidos de Norteamérica | Tel: 00 1 202 473 6857 Fax: 00 1 202 522 7588 e-mail: amachold@worldbank.org |
| Foro Global sobre Gobierno Corporativo | Srta. Anne Simpson Gerente Foro Global sobre Gobierno Corporativo c/o Grupo del Banco Mundial 1818 H Street NW Washington D.C. 20433 Estados Unidos de Norteamérica | Tel: 00 1 202 473 3604 Fax: 00 1 202 522 7588 e-mail: asimpson@worldbank.org |
| Banco Interamericana no de Desarrollo (BID) | Mr. Fernando de Mergelina Banco Interamericano de Desarrollo 1300 New York Avenue, N.W. Washington 20577 Estados Unidos de Norteamérica | Tel: 00 1 202 Fax: 00 1 202 e-mail: fernandodem@consultant.iadb.org |
| Banco Interamericana no de Desarrollo (BID) | Sr. Pietro Masci Jefe de la División de Infraestructura y Mercados Financieros Banco Interamericano de Desarrollo 1300 New York Avenue, N.W. Washington D.C. 20577 Estados Unidos de Norteamérica | Tel: 00 1 202 623 2617 Fax: 00 1 202 623 2157 e-mail: pietrom@iadb.org |

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

| | | |
|--|--|---|
| Banco Interamericano de Desarrollo (BID) | Dr. Antonio Vives Gerente Adjunto, Infraestructura, Mercados Financieros y Empresa Privada Banco Interamericano de Desarrollo 1300 New York Av. N.W. Washington D.C. Estados Unidos de Norteamérica | Tel: 00 1 202 623 1608 Fax: 00 1 202 623 1708 e-mail: antoniov@iadb.org |
| Corporación Interamericana de Inversiones (Inter-American Investment Corporation) | Sr. Jean-Michel Houde Consultor Principal del Gerente General en Asuntos Corporativos Corporación Interamericana de Inversiones 1350 New York Avenue, NW, Office B-1130 Washington D. C. 20016 Estados Unidos de Norteamérica | Tel: 00 1 202 623 2876 Fax: 00 1 202 623 3815 e-mail: jeanmh@iadb.org |
| Corporación Financiera Internacional (International Finance Corporation) (IFC) | Sr. Darrin Hartzler Oficial Principal de Gobierno Corporativo, Unidad de Gobierno Corporativo, Departamento de Mercados Financieros Globales Corporación Financiera Internacional (IFC) 2121 Pennsylvania Avenue, NW, Washington D.C. 20433 Estados Unidos de Norteamérica | Tel: 00 1 202 473 0027 Fax: 00 1 202 974 4459 e-mail: dhartzler@ifc.org |
| Corporación Financiera Internacional (IFC) | Sr. Mike Lubrano Especialista Principal de Mercados de Valores, Departamento de Mercados Financieros Globales, Jefe de la Unidad de Gobierno Corporativo Corporación Financiera Internacional (IFC) 2121 Pennsylvania Avenue, NW, Washington D.C. 20433 Estados Unidos de Norteamérica | Tel: 00 1 202 473 7891 Fax: 00 1 202 974 4459 e-mail: mlubrano@ifc.org |
| Corporación Financiera Internacional (IFC) | Sr. Bernard Pasquier Director, para América y el Caribe Corporación Financiera Internacional (IFC) 2121 Pennsylvania Avenue, NW, Washington D.C. 20433 Estados Unidos de Norteamérica | Tel: 00 1 202 473 0736 Fax: e-mail: bpasquier@ifc.org |

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

| | | |
|---|---|--|
| Corporación Financiera Internacional (IFC) | Sr. Peter Taylor Oficial de Gobierno Corporativo, Unidad de Gobierno Corporativo, Departamento de Mercados Financieros Globales Corporación Financiera Internacional (IFC) 2121 Pennsylvania Avenue, NW, Washington D.C. 20433 Estados Unidos de Norteamérica | Tel: 00 1 202 458 1704 Fax: 00 1 202 974 4459 e-mail: ptaylor@ifc.org |
| Fondo Monetario Internacional (IMF) | Srta. Katharine Christopherson Consejero del Departamento Legal Fondo Monetario Internacional (IMF) Room GS4-244 700 19th Street, N.W. Washington D.C. 20431 Estados Unidos de Norteamérica | Tel: 00 1 202 623 5376 Fax: 00 1 202 589 5376 e-mail: kchristopherson@imf.org |
| Banco Mundial | Sr. Alexander Berg Especialista Principal de Desarrollo del Sector Privado, Departamento de Clima de Inversiones Banco Mundial 1818 H Street NW Room I9-032 Washington D.C. 20433 Estados Unidos de Norteamérica | Tel: 00 1 202 473 3687 Fax: 00 1 202 522 2029 e-mail: aberg2@worldbank.org |
| Banco Mundial | Sr. Olivier Frémond Coordinador del Programa de Gobierno Corporativo, Departamento de Clima de Inversiones Grupo del Banco Mundial 1818 H Street NW Room I9-025 Washington D.C. 20433 Estados Unidos de Norteamérica | Tel: 00 1 202 473 2714 Fax: 00 1 202 522 2029 e-mail: Ofremond@worldbank.org |

“White Paper” sobre Gobierno Corporativo en América Latina

Secretaría de la OCDE

| | | |
|------|--|--|
| OCDE | Sr. William H Witherell Director, Dirección para Asuntos Financieros, Fiscales y Empresariales OECD 2, rue André Pascal París 75016 Francia | Tel: 01 45 24 91 00 Fax: 00 33 1 45 24 13 32 e-mail: william.witherell@oecd.org |
| OCDE | Sr. Mats Isaksson Jefe de la División de Asuntos Corporativos OECD 2, rue André Pascal París 75016 Francia | Tel: 01 49 10 43 40 Fax: 01 49 10 43 53 e-mail: mats.isaksson@oecd.org |
| OCDE | Sr. Daniel Blume Administrador Principal División de Asuntos Corporativos OECD 2, rue André Pascal París 75016 Francia | Tel: 01 49 10 42 80 Fax: 01 49 10 43 53 e-mail: daniel.blume@oecd.org |
| OCDE | Miss Laura Holliday Project Co-ordinator, Corporate Affairs Division OECD 2, rue André Pascal París 75016 France | Tel: 01 49 10 43 50 Fax: 01 49 10 43 53 e-mail: laura.holliday@oecd.org |