



# Gobernanza corporativa en el Brasil, Colombia y México

La determinación del riesgo en la emisión  
de instrumentos de deuda corporativa

Georgina Núñez  
Andrés Oneto  
(Coordinadores)



NACIONES UNIDAS

CEPAL



BANCO DE DESARROLLO  
DE AMÉRICA LATINA



BID

**Gobernanza corporativa en  
el Brasil, Colombia y México**  
**La determinación del riesgo en la emisión  
de instrumentos de deuda corporativa**

**Georgina Núñez**  
**Andrés Oneto**  
(Coordinadores)



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

Las opiniones expresadas en esta publicación, que no ha sido sometida a edición oficial, son de exclusiva responsabilidad de los autores y podrían no coincidir con las de las organizaciones mencionadas.

Nuestros agradecimientos a Maria Helena Dos Santos Fernandes de Santana, presidenta de la Comissão de Valores Mobiliários do Brasil, y a João Carlos Ferraz, vicepresidente del Banco Nacional para el Desarrollo Económico y Social del Brasil (BNDES), por el apoyo oficial brindado a este proyecto.

Un agradecimiento a Daniel Blume, administrador principal, Mesa Redonda sobre Gobierno Corporativo en América Latina de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), por el apoyo oficial brindado a este proyecto.

Un agradecimiento a Mario Marcel, director adjunto, Dirección de Administración Pública y Desarrollo Territorial de la secretaría de la OCDE, a Leonardo Villar, Vicepresidente de Estrategias de Desarrollo y Políticas Públicas de CAF, y a Michael Penfold, Director de Políticas Públicas y Competitividad de CAF, por sus valiosos comentarios al documento, así como los de Inés Bustillo, directora de la Oficina de la CEPAL en Washington, D.C. y los de Leticia Riquelme, de la Representación del BID en México.

Nuestros agradecimientos al apoyo logístico y el trabajo realizado por las oficinas de la CEPAL en Brasilia, Bogotá y Washington, D.C. y por la sede subregional de la CEPAL en México (en especial la División de Planificación de Programas y Operaciones) para el éxito del proyecto y nuestro especial reconocimiento a las sedes de la CEPAL (Santiago), CAF (Caracas) y a Franklin Nieder, Economista Senior Sector Financiero del BID (Washington, D.C.), así como a las oficinas de representación de CAF y el BID en el Brasil, Colombia y México.

## Índice

Prólogo .....	9
Comentarios de Mario Marcel, director adjunto de la Dirección de Administración Pública y Desarrollo Territorial de la secretaría de la OCDE en su calidad de lector designado por la CEPAL .....	11
I. Introducción.....	13
II. Gobernanza corporativa y determinación de riesgos para la emisión de instrumentos de deuda en el Brasil, Colombia y México: Una propuesta metodológica.....	23
A. Antecedentes y alcance del proyecto .....	23
B. Breve reseña de la evolución de las emisiones de deuda corporativa en América Latina .....	25
C. La crisis de las hipotecas de alto riesgo y sus efectos en la emisión de títulos de deuda latinoamericanos .....	29
1. Revelaciones sobre la crisis financiera de 2007 .....	30
2. Préstamos de alto riesgo y calificaciones crediticias infladas.....	30
3. Fallas regulatorias y abusos de los bancos de inversión .....	31
4. Efectos de la crisis financiera en la emisión de títulos de deuda .....	31
D. Estándares de gobernanza corporativa.....	33
1. El papel del Consejo de Administración .....	34
2. Estructura del Consejo de Administración .....	35
3. El presidente del Consejo de Administración .....	36
4. Selección de consejeros .....	36
5. Los comités corporativos .....	38
6. Evaluación del desempeño del Consejo de Administración .....	41
E. Construcción de un índice .....	42
1. Metodología para la definición y ponderación de los estándares y cuantificación de un índice .....	44
2. Estructuración de la matriz de valores de referencia y determinación del índice.....	48
F. Aplicación de la matriz de estándares del índice a empresas del Brasil, Colombia y México.....	50
1. Algunas reflexiones sobre el indicador .....	54
2. Recomendaciones finales.....	56
Abreviaturas y siglas .....	61
Bibliografía .....	63

III.	Emisión de títulos de deuda y gobernanza corporativa en el Brasil:	
	Un análisis multicasos .....	65
A.	Introducción .....	65
B.	Gobernanza corporativa, conflictos de agencia, reglamentación y calificación .....	67
1.	Gobernanza corporativa en el Brasil .....	67
2.	Conflictos de agencia .....	68
3.	El factor “información” y la gobernanza corporativa .....	69
4.	Los reglamentos y la calificación de las emisiones de deuda en el Brasil .....	70
C.	Emisión de bonos en comparación con otras formas de financiación en el Brasil .....	72
D.	Un análisis de varios casos brasileños .....	76
1.	Petrobras .....	76
2.	Bradespar .....	80
3.	Diagnósticos de América (DASA) .....	83
4.	Klabin .....	86
5.	Lupatech .....	88
6.	Inepar .....	92
E.	Análisis comparativo de los casos analizados .....	97
F.	Conclusiones y recomendaciones .....	101
	Abreviaturas y siglas .....	104
	Bibliografía .....	105
IV.	Gobernanza corporativa y emisión de instrumentos de deuda corporativa en Colombia .....	111
A.	Introducción .....	111
B.	El mercado de capitales en Colombia .....	113
1.	Generalidades del mercado de capitales en Colombia .....	113
2.	Algunas características del mercado de capitales colombiano .....	116
C.	Evolución de la regulación sobre gobernanza corporativa (GC) en Colombia .....	124
1.	Encuesta Código País .....	126
D.	Calificadores de riesgo y gobernanza corporativa (GC) .....	132
1.	Regulación de la calificación de bonos .....	133
E.	Estudios de caso .....	134
1.	Ecopetrol S.A. ....	134
2.	Grupo Bancolombia .....	137
3.	Grupo Nutresa .....	141
4.	Colombina S.A. ....	145
5.	Análisis comparativo de los casos estudiados .....	148
F.	Conclusiones .....	151
	Anexos .....	155
	Abreviaturas y siglas .....	161
	Bibliografía .....	162
V.	Gobernanza corporativa en México y determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda .....	167
A.	Introducción .....	167
B.	El mercado de deuda en México .....	169
1.	Evolución reciente .....	169
2.	Dimensión y características del mercado de deuda actual .....	171
C.	La gobernanza corporativa en México .....	175
1.	El problema de agencia con los acreedores y la importancia del gobierno corporativo .....	175
2.	Marco legal y gobernanza corporativa en México .....	176
3.	Estándares de gobernanza corporativa en México .....	178

D.	Estudio de caso CEMEX.....	184
1.	Introducción .....	184
2.	Gobernanza corporativa .....	184
3.	La crisis financiera de 2008 y sus efectos en la situación financiera de CEMEX .....	187
4.	La emisión de deuda en la problemática enfrentada por CEMEX .....	191
E.	Estudio de caso Controladora Comercial Mexicana (COMERCI) .....	194
1.	Introducción .....	194
2.	Gobernanza corporativa .....	194
3.	La crisis financiera de 2008 y sus efectos en la situación financiera de COMERCI .....	196
F.	Estudio de caso Grupo Financiero BANORTE (GFNORTE).....	201
1.	Introducción .....	201
2.	Gobernanza corporativa .....	201
3.	La crisis financiera de 2008 y sus efectos en el desempeño de GFNorte .....	204
G.	Estudio de caso Petróleos Mexicanos (PEMEX).....	209
1.	Introducción .....	209
2.	La reforma petrolera de 2008 y la gobernanza corporativa .....	209
3.	La gobernanza corporativa en PEMEX .....	211
4.	PEMEX y el mercado de deuda.....	214
H.	Estándares de gobernanza corporativa, ponderador por categoría .....	218
I.	Algunas consideraciones finales .....	222
1.	Indicador de bonos .....	225
	Abreviaturas y siglas .....	226
	Bibliografía .....	228

## Cuadros

Cuadro II.1	América Latina (países seleccionados): títulos corporativos internos e internacionales de deuda .....	25
Cuadro II.2	América Latina (países seleccionados): títulos corporativos internacionales de deuda .....	26
Cuadro II.3	América Latina (países seleccionados): títulos corporativos internos de deuda .....	26
Cuadro II.4	América Latina (países seleccionados): títulos corporativos internos e internacionales de deuda .....	28
Cuadro II.5	América Latina (países seleccionados): títulos corporativos internos e internacionales de deuda .....	28
Cuadro II.6	América Latina (países seleccionados): evolución de títulos corporativos internos e internacionales .....	29
Cuadro II.7	Importancia de los estándares de gobernanza corporativa en la emisión de instrumentos de deuda .....	47
Cuadro II.8	Matriz de estándares de gobernanza corporativa .....	48
Cuadro II.9	Información agregada del Brasil, Colombia y México .....	51
Cuadro III.1	Funciones de los miembros de la estructura de gobernanza corporativa de Petrobras .....	79
Cuadro III.2	Estructura de gobernanza corporativa de Bradespar.....	82
Cuadro III.3	Estructura de gobernanza corporativa de Dasa .....	84
Cuadro III.4	Estructura de gobernanza corporativa de Klabin .....	88
Cuadro III.5	Estructura de gobernanza corporativa de Lupatech .....	91
Cuadro III.6	Características de las emisiones de obligaciones de Inepar .....	93
Cuadro III.7	Estructura de gobernanza corporativa de Inepar .....	96
Cuadro III.8	Índice de gobernanza corporativa de empresas brasileñas seleccionadas .....	98
Cuadro III.9	Gobernanza corporativa y problemas con deudas en empresas seleccionadas .....	100

Cuadro IV.1	Actores clave en el mercado público de valores de Colombia.....	115
Cuadro IV.2	Nivel de adopción de diferentes capítulos del Código País.....	127
Cuadro IV.3	Entidades del sector financiero que más han adoptado medidas del Código País .....	127
Cuadro IV.4	Entidades del sector real con mayor número de medidas del Código País adoptadas .....	128
Cuadro IV.5	Regulación colombiana y medidas de gobernanza corporativa.....	129
Cuadro IV.6	Aspectos de gobernanza corporativa en Ecopetrol S.A. ....	136
Cuadro IV.7	Aspectos de gobernanza corporativa en BanColombia .....	140
Cuadro IV.8	Aspectos de gobernanza corporativa en Nutresa S.A. ....	143
Cuadro IV.9	Aspectos de gobernanza corporativa en Colombina S.A. ....	147
Cuadro IV.10	Resumen de resultados del indicador .....	149
Cuadro IV.11	Resumen de resultados del indicador considerando solo códigos de buen gobierno y estatutos.....	149
Cuadro IV.12	Resultados del indicador de prácticas de gobernanza corporativa relativas a emisión de deuda .....	150
Cuadro IV.A-1	Matriz de bonos de deuda corporativa emitidos en el mercado local según riesgo, 2006-2010 .....	157
Cuadro IV.A-2	Emisiones realizadas por los grupos Nutresa y Colombina, 2000-2010 .....	158
Cuadro IV.A-3	Emisiones realizadas por Ecopetrol, 2000-2010 .....	158
Cuadro IV.A-4	Emisiones realizadas por Bancolombia, 2000-2010 .....	159
Cuadro V.1	México: mercados financieros .....	171
Cuadro V.2	México: tamaño de los mercados financieros .....	172
Cuadro V.3	CEMEX: cumplimiento de los estándares de gobernanza corporativa, 2008 y 2010.....	185
Cuadro V.4	Análisis comparativo de las empresas cementeras, 2008 y 2010 .....	188
Cuadro V.5	CEMEX: emisiones de bonos, 2006-2009 .....	192
Cuadro V.6	COMERCI: cumplimiento de los estándares de gobernanza corporativa, 2008 y 2010.....	194
Cuadro V.7	México: análisis comparativo empresas del sector comercial.....	198
Cuadro V.8	COMERCI: emisiones de bonos .....	199
Cuadro V.9	Gfnorte: estado actual de la gobernanza corporativa .....	202
Cuadro V.10	México: análisis comparativo empresas financieras .....	205
Cuadro V.11	PEMEX: cumplimiento de los estándares de gobernanza corporativa .....	212
Cuadro V.12	México: emisiones privadas.....	215
Cuadro V.13	PEMEX: emisiones de bonos, 2006-2010.....	216

## Gráficos

Gráfico II.1	América Latina (países seleccionados): títulos corporativos internos e internacionales de deuda.....	25
Gráfico II.2	América Latina (países seleccionados): títulos corporativos internacionales de deuda.....	27
Gráfico II.3	América Latina (países seleccionados): títulos corporativos internos de deuda .....	27
Gráfico III.1	Brasil: desembolsos del BNDES y emisión de valores mobiliarios, 2001-2010 .....	73
Gráfico III.2	Brasil: emisión de acciones y títulos de deuda, 2001-2010 .....	73
Gráfico III.3	Brasil: promedio de obligaciones registradas en la CVM .....	74
Gráfico III.4	Obligaciones con respecto al capital de terceros de Inepar, 1995-2010 .....	95
Gráfico IV.1	Estructura del sistema financiero colombiano .....	114
Gráfico IV.2	Stock estimado de bonos corporativos con respecto al PIB, 1997, 2001-2010.....	116
Gráfico IV.3	Capitalización bursátil con respecto al PIB, 1990, 1995, 2001-2010 .....	117
Gráfico IV.4	Volumen de transacciones en el mercado colombiano, 2002-2010.....	118

Gráfico IV.5	Nuevas emisiones en el mercado colombiano, 2006-2010.....	118
Gráfico IV.6	Capitalización bursátil frente a número de compañías listadas en la Bolsa de Valores de Colombia, 2001-2011 .....	119
Gráfico IV.7	Bonos de deuda corporativa colocados en el mercado según calificación de riesgo, 2006-2010 .....	120
Gráfico IV.8	Chile: emisiones de bonos de deuda corporativa según calificación de riesgo, 2006-2011 .....	121
Gráfico IV.9	Stock estimado de bonos corporativos con respecto a la cartera comercial, 2001-2009 .....	123
Gráfico IV.10	Colombia: Código País de mejores prácticas corporativas .....	125
Gráfico V.1	México: crédito a las empresas como proporción del PIB .....	169
Gráfico V.2	México: monto en circulación de deuda privada a largo plazo .....	170
Gráfico V.3	México: evolución de los diferenciales, 2006-2010 .....	170
Gráfico V.4	México: principales emisores de bonos, 2010 .....	172
Gráfico V.5	México: activos netos de sociedades de inversión, 2010 .....	173
Gráfico V.6	México: instrumentos en cartera de sociedades de inversión, 2010.....	173
Gráfico V.7	México: tenencia de las AFORE según instrumentos de deuda, 2010 .....	174
Gráfico V.8	México: monto de deuda en circulación según tipo de tasa, 2010.....	174
Gráfico V.9	México: monto de deuda en circulación según calificación, 2010.....	175
Gráfico V.10	CEMEX: razón entre deuda y capital, 2000-2010 .....	187
Gráfico V.11	CEMEX: razón entre deuda y activos, 2000-2010 .....	188
Gráfico V.12	CEMEX: razón entre activos y capital, 2000-2010.....	188
Gráfico V.13	CEMEX: precio de las acciones, 2008-2010.....	189
Gráfico V.14	CEMEX: cobertura de intereses, 2000-2010.....	189
Gráfico V.15	CEMEX: coeficiente de liquidez, 2000-2010 .....	190
Gráfico V.16	CEMEX: deuda 2009-2015.....	191
Gráfico V.17	CEMEX: bono perpetuo diciembre 2006-octubre 2010 .....	192
Gráfico V.18	COMERCI: razón entre deuda y capital, 2000-2010.....	197
Gráfico V.19	COMERCI: razón entre activos y capital, 2000-2010.....	197
Gráfico V.20	COMERCI: razón entre deuda y activos, 2000-2010 .....	198
Gráfico V.21	COMERCI: precio de las acciones, 2008-2010.....	199
Gráfico V.22	COMERCI: cobertura de intereses, 2000-2010 .....	200
Gráfico V.23	COMERCI: coeficiente de liquidez, 2000-2010 .....	200
Gráfico V.24	GFNorte: precio de las acciones, 2008-2010.....	202
Gráfico V.25	GFNorte: razón entre deuda y capital, 2000-2010 .....	204
Gráfico V.26	GFNorte: razón entre deuda y activos, 2000-2010 .....	204
Gráfico V.27	GFNorte: razón entre activos y capital, 2000-2010 .....	205
Gráfico V.28	GFNorte: cartera de crédito, 2008 y 2010 .....	206
Gráfico V.29	GFNorte: crédito a las empresas según actividad económica, 2009.....	206
Gráfico V.30	GFNorte: participación de mercado, 2007-2010.....	207
Gráfico V.31	GFNorte: cartera vencida, 2007-2010 .....	207
Gráfico V.32	GFNorte: rentabilidad de los recursos propios (ROE), 2000-2010 .....	208

## Recuadros

Recuadro II.1	Estándares de gobernanza corporativa que inciden en la emisión de títulos de deuda.....	45
Recuadro II.2	La gobernanza corporativa en Petrobras, Ecopetrol y Pemex: tres realidades e intereses distintos.....	57

## Diagramas

Diagrama II.1	Principales actividades de los procesos de emisión de deuda corporativa.....	44
---------------	--	----





## Prólogo

El crecimiento sostenido de la emisión de títulos de deuda corporativa —internacional e interna— de los últimos años abre una gran oportunidad de financiamiento para la expansión empresarial en los países de la región. La situación económica de América Latina permite inferir que la proliferación de este tipo de instrumentos facilitará su mayor utilización por las empresas. La nueva realidad amerita realizar un análisis detallado sobre este fenómeno y su potencial en el marco de una buena gobernanza corporativa.

Los avances en los marcos normativos e institucionales que rigen la gobernanza de las empresas en algunos países de la región han sido relevantes. Se observan cambios en la estructura de propiedad, en las prácticas gerenciales y las políticas públicas y, más recientemente, en algunos temas clave para el crecimiento de los mercados de capitales, como ser el papel de los inversionistas institucionales.

Parte de esos cambios fueron una respuesta a los nuevos requerimientos de los mercados y también, dada la experiencia de los últimos años, obedecieron a determinados excesos que pusieron en tela de juicio la capacidad del sistema para supervisar el desempeño de algunos agentes de mercado, los cuales llegaron a poner en peligro la estabilidad del sistema financiero. Es importante resaltar que los cambios normativos e institucionales afectan al conjunto de empresas de un país, no solo a las grandes empresas que cotizan en bolsa, por lo que sus efectos se harán sentir en todo el espectro empresarial. En el caso de las compañías latinoamericanas, la estructura familiar, la elevada concentración de la propiedad y el papel de los denominados Consejos de Administración se develan como problemas centrales para garantizar la transparencia de información y la rendición de cuentas de las empresas.

El análisis resultante de los estudios que se dan a conocer mediante esta publicación, y que fueron preparados por expertos regionales de reconocida experiencia, contribuirá a alcanzar mayores progresos en esta materia. Este trabajo es la continuación del estudio *Gobernanza corporativa y desarrollo de los mercados de capitales en América Latina*, realizado por CAF y la CEPAL, cuyo objetivo fue analizar el marco regulatorio relacionado con los principios de gobierno corporativo en la región, evaluando su contribución al desarrollo de los mercados de capitales.

Esta publicación complementa el estudio anterior y representa un esfuerzo conjunto de CAF-banco de desarrollo de América Latina, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) por identificar aquellos elementos clave de la gobernanza corporativa para la determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de

deuda. Vale destacar que el vínculo entre la gobernanza empresarial y la emisión de deuda se enmarca en los potenciales conflictos de interés que se derivan de las relaciones entre accionistas, ejecutivos y tenedores de bonos.

La investigación concluye que se requieren cambios en la cultura empresarial y una práctica efectiva de gobernanza. Se necesita contar con una visión integral de los negocios, donde se pondere equitativamente el papel de los órganos decisorios de la empresa, en particular de los Consejos de Administración y los comités corporativos involucrados en la emisión de deuda: inversiones, auditoría, riesgos y financiamiento.

Se requiere también promover algunos ajustes en la regulación que rige la emisión de obligaciones. El análisis de los marcos normativos de los casos estudiados en la presente publicación destaca la importancia de identificar los comités clave que deberían actuar y el papel particular que debieran desempeñar. Tomar como referente los estándares internacionales en materia de gobernanza empresarial contribuiría a mejorar los resultados de las empresas e iría más allá del simple cumplimiento de la normativa.

Las conclusiones de la publicación apuntan a mejorar la gestión en gobernanza empresarial mediante un manejo prudente del riesgo y de su medición y control en los proyectos locales, regionales e internacionales de inversión que al final se traduzcan en emisiones de títulos de deuda que puedan ser realizadas en forma eficaz y eficiente. Una gobernanza responsable es clave para la estabilidad financiera, para la atracción de inversión productiva y el acceso al financiamiento y para asegurar un crecimiento económico sostenible.

Consideramos que los hallazgos y conclusiones presentados en esta publicación, desarrollada en el marco de la cooperación CEPAL-CAF-BID, contribuirán a que las empresas de la región que estén dispuestas a implantar prácticas societarias responsables aprovechen las oportunidades de mercado de la actual coyuntura económica. Ello les permitirá desarrollar sus actividades y cubrir sus necesidades de financiamiento de manera más eficiente y responder a las necesidades de desarrollo de los países, contribuyendo a mejorar el ambiente de negocios de la región y recuperar la confianza de los agentes del mercado.

**Alicia Bárcena**  
Secretaria Ejecutiva  
Comisión Económica para  
América Latina y el Caribe  
(CEPAL)

**Enrique García**  
Presidente Ejecutivo  
CAF-banco de desarrollo  
de América Latina

**Luis Alberto Moreno**  
Presidente  
Banco Interamericano  
de Desarrollo  
(BID)

**Comentarios de Mario Marcel, director adjunto de la  
Dirección de Administración Pública y Desarrollo  
Territorial de la secretaría de la OCDE en su  
calidad de lector designado por la CEPAL**

El libro tiene una enorme importancia y actualidad para el desarrollo de los mercados en América Latina. Mejorar la calidad de los gobiernos corporativos es esencial para reducir los niveles de riesgo, elevar la competencia, desarrollar los mercados financieros y proteger la fe pública en una región históricamente caracterizada por empresas familiares de gran tamaño o insertas en conglomerados o grupos económicos.

Dado el limitado desarrollo del mercado bursátil en la región, se escoge muy apropiadamente afrontar el tema desde la perspectiva del mercado de bonos corporativos, lo que permite darle a la obra una gran relevancia práctica, con valiosas implicancias para los inversionistas institucionales que continúan expandiendo sus carteras de inversión en América Latina.

Del mismo modo, al desarrollar una metodología específica de evaluación de la calidad de los gobiernos empresariales en la emisión de deuda corporativa, el libro representa un aporte concreto a la generación y aplicación de políticas públicas sobre la materia. Al aplicar esta metodología a la evaluación de un conjunto de empresas en tres países de la región, se demuestra la viabilidad práctica del instrumento propuesto, al tiempo que se entrega información relevante sobre las áreas más vulnerables del gobierno corporativo en los tres países analizados. Todo ello resultará sin duda de gran valor para los reguladores de los mercados de valores, financieros y de inversionistas institucionales (seguros y fondos de pensiones).

En la inmensa mayoría de las empresas de la región no existe ni es posible una separación sustantiva entre la propiedad y la administración de las empresas de menor tamaño. Sin embargo, desde la perspectiva de las empresas medianas y grandes de América Latina, que están experimentando un apreciable proceso de internacionalización, su potencial de expansión puede verse limitado por el mayor riesgo que involucra un débil gobierno corporativo.

El capítulo metodológico es una pieza fundamental del libro, puesto que incluye una metodología de evaluación de la calidad del gobierno corporativo, que luego se aplica a empresas del Brasil, Colombia y México en los capítulos siguientes. Este apartado se encuentra muy bien estructurado y podría ser enriquecido con un análisis más acabado de los elementos del mercado de bonos, incluidas otras fuentes de financiamiento corporativo como niveles de capitalización o crédito bancario; con mayores antecedentes sobre las experiencias de empresas o sectores específicos que se vieron afectados por la crisis; reforzando la importancia de tener una mayor cohesión del conjunto de comités identificados como clave en la emisión de deuda; ampliando el análisis a los conglomerados económicos, sobre todo a aquellos compuestos por empresas con incorporación diversa de su propiedad y estructura legal y, por último, haciendo mayor énfasis en los aspectos de gobernanza corporativa que han requerido de cambios necesarios en la normativa como la remuneración de directores y ejecutivos, tema clave en la reforma al sistema financiero de los Estados Unidos recientemente aprobada.

En cuanto a los estudios de caso contenidos en el libro, resultan de gran utilidad para probar la aplicabilidad del instrumento de medición propuesto y para ilustrar problemas concretos de gobernanza corporativa en los países de la región. Un cuadro en que se enfatizan los principales datos económicos y financieros básicos de las empresas analizadas es una buena forma de dimensionar su relevancia.

Como propuesta para una próxima etapa del proyecto, valdría la pena presentar el análisis de las empresas de propiedad mayoritariamente pública o paraestatal (PETROBRAS, ECOPETROL y PEMEX) de los tres países estudiados en forma separada, sobre todo debido a la creciente importancia que han adquirido en el proceso de desarrollo de estos países, pero también, por cierto, a la dificultad para adaptar algunas estructuras propias de las sociedades anónimas en casos extremos de dilución de la propiedad como en estas empresas. No es casual que la OCDE haya diferenciado los estándares de gobierno corporativo de las empresas privadas y públicas. El tratamiento de estos tres casos en un capítulo exclusivo dedicado a las empresas estatales sintonizaría apropiadamente con la actual discusión sobre “capitalismo estatal” en los países emergentes.

## I. Introducción <sup>1</sup>

El presente libro forma parte de un proyecto más amplio sobre gobernanza corporativa y desarrollo de los mercados de capitales en América Latina. En él se analizan algunos aspectos del desarrollo del gobierno empresarial en el Brasil, Colombia y México, vinculados a la determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda corporativa. Para ello, se propone una definición más amplia del concepto de gobernanza corporativa (GC), referido a la participación de los distintos órganos de control de la empresa en la emisión de esos instrumentos, a la vez que se analiza la contribución de la GC a la transparencia, la rendición de cuentas y la adopción de métodos adecuados de valoración de riesgos, con el fin de aportar elementos para avanzar hacia la profundización de los mercados de capitales de la región.

La gobernanza corporativa define los parámetros de funcionamiento de una empresa, lo que ayuda al diseño de políticas públicas en materia de marcos institucionales específicos sobre la materia a escala nacional. La GC tiene que ver con tres dimensiones de la organización empresarial: la estructura de propiedad, las prácticas gerenciales y de la alta gerencia y las políticas públicas orientadas a la empresa, incluidos los temas relacionados con la cooperación público-privada<sup>2</sup>.

Andrade y Rossetti (2006) identifican los siguientes cuatro criterios en una definición de gobernanza corporativa:

- GC como un sistema de relación entre la dirección de la empresa —los consejos—, los accionistas y los grupos relacionados o partes interesadas (*stakeholders*);
- GC como guardián de los derechos de los accionistas (mayoritarios y minoritarios);
- GC como estructura de poder que incluye mecanismos de dirección y control;
- GC como un sistema normativo que delimita el marco de actuación de la empresa.

---

<sup>1</sup> Los coordinadores agradecen los comentarios de Inés Bustillo, Germano M. de Paula, Pedro Espinosa y Héctor Pérez Galindo.

<sup>2</sup> Mendes de Paula, Germano, João Carlos Ferraz y Georgina Núñez (comps.) (2005), *Gobernabilidad corporativa, responsabilidad social y estrategias empresariales en América Latina*, Mayol Ediciones, Bogotá.

Coincidiendo con lo anterior, Shleifer y Vishiny (1997) recuerdan que la GC “contempla los medios a través de los cuales aquellos que prestan dinero a las empresas buscan asegurar el retorno de la inversión”, y Marfán (2009)<sup>3</sup> agrega además la variable de “defensa del derecho de la propiedad de quienes no son los administradores o controladores”.

Sobre la base de estos criterios, podemos definir la gobernanza corporativa de manera más sustantiva, como el conjunto de entidades que regulan la relación entre los actores que realmente controlan y administran las empresas bajo una estructura de poder, convirtiéndose en guardianes de los derechos de los accionistas y de aquellos otros que invierten sus recursos en ellas. Estos entes son públicos y privados, formales e informales.

Algunos autores sostienen que el concepto de GC sería relevante únicamente para las empresas con acciones que cotizan en la bolsa de valores y que buscan captar más capital mediante la venta de nuevas acciones o bonos. Si se considera que en los países en desarrollo, y sobre todo en América Latina, son pocas las empresas que colocan acciones y títulos de deuda en los mercados de valores, se desprendería lógicamente de esta condición que la GC sería poco importante o estaría al menos limitada a un conjunto pequeño de grandes empresas.

Sin embargo, la ética empresarial y los comportamientos tácitos son de manera general muy relevantes en la determinación de las verdaderas prácticas empresariales cotidianas que van a influir en el crecimiento de los mercados de capitales de la región, al margen del tamaño de las empresas. Cuando las empresas pequeñas alcanzan más del 80% del total de empresas del continente, no cabe duda de que su comportamiento incide en la imagen corporativa general y, por ende, en el fortalecimiento del mercado de capitales.

Charles Oman, en su ensayo publicado en el primer libro de este proyecto, *Gobernabilidad corporativa, responsabilidad social y estrategias empresariales en América Latina* (2005)<sup>4</sup>, dice que los sistemas eficientes de GC son más importantes para el crecimiento económico a largo plazo de lo que suele reconocerse. El mismo Oman (2001) incluye entre las buenas prácticas de las empresas el buen desempeño de la institucionalidad: “lo esencial es que las buenas prácticas de GC requieren de una buena gobernabilidad política y viceversa; al mismo tiempo, el desarrollo económico depende de ambas”<sup>5</sup>. En suma, si las empresas de una región en desarrollo como la nuestra han de fortalecerse, es esencial que ellas aprendan y apliquen desde muy temprano un gobierno corporativo adecuado a fin de acceder en mejores condiciones a los capitales que requieren para crecer.

Por ello, si bien los principales cambios en el marco institucional de la GC se han orientado especialmente a las grandes y medianas empresas que cotizan en la bolsa de valores y emiten títulos de deuda en mercados organizados que, por ende, son capaces de cubrir los costos que significa cualquier emisión, la normativa sobre el tema debería ser cumplida por empresas de cualquier tamaño.

Hay factores que favorecen o desfavorecen una mejor GC en los países de América Latina. Entre los primeros se cuenta la creciente relevancia de inversionistas institucionales como los fondos de pensiones. Este aspecto ya está influyendo en el cambio de estrategia de financiamiento del empresariado de la región, dado que los inversionistas institucionales administran un volumen elevado de recursos y están sujetos a mayores restricciones de supervisión. El otorgamiento de mayores garantías para acceder a esos recursos obliga a una mayor transparencia y rendición de cuentas en el comportamiento de sus cuerpos directivos, fortaleciendo la GC.

---

<sup>3</sup> “Comentario realizado durante el seminario de expertos “Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales de América Latina”.

<sup>4</sup> Oman, C. “Gobierno corporativo para el desarrollo económico” en *Gobernabilidad corporativa, responsabilidad social y estrategias empresariales en América Latina*, Mayol ediciones, Bogotá, 2005.

<sup>5</sup> Oman, C. (2001), “Corporate governance and national development”, *Technical Paper* No. 180, París, Centro de Desarrollo de la OCDE.

Entre los factores que la desfavorecen está la estructura patrimonial concentrada. En el caso latinoamericano, debido a la estructura familiar, la elevada concentración de la propiedad y el papel poco efectivo de los Consejos de Administración no se logra transparentar la información de las empresas y la rendición de cuentas, de manera que el cumplimiento (*enforcement*), incluso de la normativa vigente, es una tarea ardua. Gran parte del debate actual sobre el vínculo entre GC y emisión de deuda se enmarca en el “conflicto de agencia” que cubre las relaciones entre accionistas, ejecutivos y tenedores de bonos. Esto es especialmente importante en empresas que poseen una estructura patrimonial dispersa, como por ejemplo en los Estados Unidos. Sin embargo, en América Latina, donde predominan las estructuras patrimoniales concentradas, es más relevante el conflicto de “expropiación”, que opone los intereses de los accionistas mayoritarios a aquellos de los minoritarios.

Cualquier avance requiere de cambios en la cultura empresarial de los países y una aplicación efectiva de buenas prácticas de gobernanza corporativa. Aunque en un gran número de países de la región se han observado importantes mejoras en los marcos normativos e institucionales sobre la materia, en general existen aún muchas debilidades en el cumplimiento y el desempeño de las empresas. Hay casos en que los adelantos han sido más bien parciales, con frecuencia debido a la falta de una visión más integrada de los negocios en que se pondere equitativamente el rol de cada uno de los órganos decisorios de GC, esto es, del Consejo de Administración (CA) y de los distintos comités corporativos (inversiones, auditoría, riesgos y financiamiento) cuyas funciones se detallarán en el segundo capítulo de este libro. En el caso de la emisión de deuda, en ninguno de los marcos normativos existentes se definen los comités específicos que deberían actuar y su rol particular.

Por ello, para evaluar el desempeño de la GC en materia de emisión de instrumentos de deuda es importante tomar como referencia los distintos estándares internacionales, la mayoría de ellos voluntarios, como una forma de ir más allá del mero cumplimiento de la normativa y la legislación aplicables al respecto.

Según la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), los patrones insatisfactorios de GC desincentivan el uso del mercado de capitales como medio de intermediación de la economía, mientras que las normas estimulan las estructuras patrimoniales más desconcentradas y el desarrollo del mercado de capitales. Asimismo, favorecen la transparencia y la divulgación (*disclosure*), cuya ausencia es un factor subyacente de la inestabilidad de los mercados, y ayudan a la recuperación de la confianza.

Una recomendación de política pública que ha sido recogida en las tres etapas del proyecto es mejorar la calidad del cumplimiento y de los controles prudenciales relativos a las mejores prácticas, normativa y legislación aplicables al gobierno corporativo. Para ello, es bueno considerar como referente para las empresas del sector real el desempeño de la GC en las instituciones financieras, sobre todo en los bancos y los fondos de pensiones, donde las normas son más estrictas. Recientemente, Ben Bernanke, presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED), señaló que los últimos acontecimientos han mostrado la importancia de adelantarse y desactivar las amenazas a la estabilidad financiera antes que ellos causen un daño al sistema financiero y a la economía, agregando que la crisis ha ilustrado algunos beneficios importantes de los bancos centrales en la supervisión financiera<sup>6</sup>.

Entre estos beneficios se cuenta compartir información entre supervisores y proveedores sobre respaldo de liquidez y la utilidad de que los supervisores recopilen información sobre las condiciones financieras y económicas de la política monetaria. Recientemente, la FED ha reorientado sus actividades existentes de supervisión para incorporar un enfoque sistémico más

---

<sup>6</sup> Bernanke, Ben (2011), “The effects of the great recession on central bank doctrine and practice”, 56<sup>th</sup> Economic Conference del Federal Reserve Bank of Boston, Boston, Massachusetts, 18 de octubre.



amplio, asumiendo nuevas responsabilidades como autoridad supervisora sobre las instituciones financieras no bancarias.

Sin duda, los mecanismos de suministro de información como las fichas periódicas de los códigos de buenas prácticas de GC, emitidos por organismos privados o públicos en diferentes países, las normativas como la Ley Sarbanes-Oxley para las empresas más grandes que cotizan en bolsa o los niveles diferenciados que propone el Novo Mercado en el Brasil contribuyen no solo al suministro de información, sino también a la transparencia, la rendición de cuentas (*accountability*) y la divulgación.

El acceso de las empresas al financiamiento vía mercados financieros en América Latina es limitado, lo que ha contribuido entre otras cosas a la poca profundidad de los mercados y a la asimetría de información de los participantes. Los mercados de deuda privada aún están poco desarrollados, pero registran altas tasas de crecimiento. En cuanto a los factores que favorecen la expansión de estos últimos, cabe mencionar la reducción de la disponibilidad de crédito del Estado por medio de los bancos de desarrollo —a excepción del Brasil, donde el Banco Nacional para el Desarrollo Económico y Social (BNDES) ha jugado un papel clave en el desarrollo de los mercados— y el encarecimiento del crédito bancario.

Este proyecto contempla la construcción de una matriz que recoge las principales fortalezas y debilidades de la normativa de GC relacionada directamente con la emisión de deuda en el Brasil, Colombia y México. Define además una serie de estándares al respecto a la luz de la normativa y de los mecanismos de cumplimiento y establece un valor de referencia (*benchmark*) que considera principios de GC para fortalecer la emisión de bonos que, al aplicarlos, generan incentivos de mercado y un régimen legal que promueve la expansión de los mercados de deuda. Todo ello apunta hacia un sistema de suministro de información que permita una mejor evaluación del riesgo de emisión por parte de las calificadoras de riesgo.

Desde el punto de vista de la gobernanza corporativa, los riesgos de emisión de deuda se relacionan fundamentalmente con tres aspectos: i) actividad de la empresa que emite (riesgos de gestión y riesgos del negocio relativo del entorno), ii) estructura y funcionamiento de la GC y de los comités corporativos correspondientes y iii) dinámica de interacción entre el Consejo de Administración y los comités, y de ambos con los gerentes ejecutivos.

La administración integral de los riesgos implica poder contar con: i) un comité de inversiones financieras (políticas de inversión y los respectivos mecanismos de vigilancia), ii) un comité de auditoría (responsable del sistema de control interno), iii) un comité de riesgo que supervise el desempeño y riesgo de las inversiones financieras e instrumentos de financiamiento, así como los riesgos de control interno, y iv) un comité de financiamiento corporativo que atienda el diseño de mecanismos e instrumentos.

El marco metodológico propuesto se centra en la determinación de la factibilidad de aplicar los estándares de GC definidos en el documento base a las empresas seleccionadas de los tres países que cubre el proyecto. Este ejercicio permite evaluar los procesos y mecanismos de generación y transmisión de información interna, identificar una estructura que evite el conflicto de intereses entre los ejecutivos y los comités corporativos y, por último, mejorar los mecanismos de cumplimiento internos y las operaciones externas de las empresas para acotar los riesgos de emisión.

Algunos de los resultados que revela el análisis realizado a las empresas seleccionadas validan la hipótesis de que una buena GC mejoraría su gestión, lo que podría traducirse en un mayor valor de la empresa.

Entre las principales deficiencias de GC que afectan la emisión de deuda en los casos analizados fue posible detectar las siguientes: i) los CA continúan teniendo pocos miembros independientes y

ii) la mayoría de las empresas no cuenta con los cuatro comités que este proyecto considera clave en la determinación del riesgo de emisión de instrumentos de deuda. Varias tienen un comité de auditoría, pocas un comité de riesgos y prácticamente ninguna comités de inversiones y financiamiento corporativo. Más aun, se pudo constatar que en los tres países analizados los distintos comités no cumplen sus funciones de manera adecuada, lo que puede atribuirse al papel más de forma que efectivo de los propios CA.

Desde el punto de vista de la estructura patrimonial, salvo la creciente importancia de los fondos institucionales (fondos de pensiones en particular), no se ha comprobado ningún cambio relevante. Las empresas continúan siendo, en la mayoría de los casos, una estructura concentrada y familiar. Aunque en el Brasil recientemente se han multiplicado los casos de estructura patrimonial pulverizada, en general se trata de empresas que cotizan en el Novo Mercado.

El libro consta de cinco capítulos, incluida la introducción. En el segundo se describe el marco metodológico y se hace una propuesta de construcción de estándares que apunta a mejorar el desempeño de los principales niveles de GC (Consejos de Administración y comités corporativos) de las empresas emisoras de títulos de deuda, los riesgos que estas asumen y aquellos inherentes a los títulos emitidos. El objetivo del análisis también es hacer una propuesta para mejorar la calificación de las emisiones y con ello reducir el costo de financiamiento de las empresas.

Pérez Galindo incluye una reseña de la evolución de los mercados de deuda y su rol en el financiamiento empresarial en algunos países de la región, recomendando una mayor atención a su desarrollo. El análisis toma como referente importante la crisis hipotecaria de 2008 en los Estados Unidos, que afectó a los mercados de deuda en otras partes del mundo, incluida América Latina. Al respecto, el autor destaca dos puntos importantes: i) la necesidad de que los sistemas de control de las empresas informen a los órganos internos de GC sobre la dualidad entre inversión y financiamiento y los riesgos que ella representa y ii) que los modelos utilizados por las agencias calificadoras de riesgo en la emisión de títulos deben incorporar todos los elementos para una evaluación real de los riesgos asumidos por los emisores. Dicho esto, la pregunta pertinente es qué factores de la GC y de los sistemas de control interno de las empresas deben considerarse para revelar fielmente los riesgos de las emisiones de deuda.

En cuanto a gobernanza corporativa y emisión de títulos, el autor define el papel y estructura del CA —selección de consejeros internos y externos— e identifica los comités corporativos relevantes (auditoría, inversiones en activos financieros, financiamiento corporativo y riesgos), así como su rol específico. La selección y definición de los estándares propuestos para cada categoría de GC se basan en una revisión de los estándares internacionales. Esta nueva estructura, sin duda, puede traducirse en mayores costos para las empresas, pero también a mediano y largo plazo en mayores beneficios en términos de mercados de capitales más eficientes que respondan a las necesidades de crecimiento de las economías de la región.

La creciente relevancia del mercado de deuda en las formas de financiación de las empresas en la región queda evidenciada en las cifras del Banco de Pagos Internacionales (BPI), según las cuales en la década 2001-2010 las emisiones internas e internacionales de los principales países emisores de deuda corporativa en América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México) tuvieron un crecimiento del 128%. El monto de ellas aumentó de 73.700 millones de dólares en 2001 a 168.200 millones en 2010. Solo las del Brasil, Chile y México alcanzaron un 91% del total. Los títulos corporativos internos de deuda han contribuido más (79%) que los internacionales (49%) al crecimiento total señalado.

Por último, Pérez Galindo y Pedro Espinosa Langle (autor del caso de México) definieron un índice sobre la base de un conjunto de estándares de GC, lo que sirvió para estructurar métricas

que ayuden a reflejar de mejor forma los riesgos futuros en las emisiones de deuda. Este aspecto es justamente lo que diferencia el enfoque propuesto de otros. También toma en cuenta una serie de elementos como participación de la GC y efectos del funcionamiento de los sistemas de control interno en la emisión de títulos de deuda de una empresa, que tienden a quedar fuera de las medidas tradicionales de evaluación de riesgos. Por ello, se requiere contar con parámetros que incorporen estos aspectos y que permitan identificar factores de riesgo cuyas repercusiones en el desempeño futuro de la empresa sean significativas.

Un análisis serio de costo-beneficio de las inversiones requiere de la aplicación de estándares para mejorar el desempeño de la GC, además de ayudar a definir más claramente el margen de maniobra de las empresas y contar con un marco claro que regule el funcionamiento de los principales órganos de gobierno corporativo, esto es, los Consejos de Administración y los comités.

En el tercer capítulo, Mendes de Paula, De Souza Ribeiro y Silva de Almeida analizan el proceso de emisión de títulos de deuda en el Brasil, teniendo como telón de fondo las prácticas de GC. El mercado brasileño de bonos ha mostrado un crecimiento importante en los últimos años, proyectándose como una fuente potencial de financiamiento para las empresas. Esto ha obedecido fundamentalmente a factores positivos como la estabilidad económica creada después del Plan Real, la necesidad de financiamiento de las empresas, un sistema bancario limitado como fuente de financiamiento a largo plazo y una adecuada infraestructura para el funcionamiento del mercado de deuda, así como a otros factores no tan positivos como la demanda de títulos de deuda soberana que, dicho sea de paso, influye negativamente en el mercado brasileño de obligaciones corporativas. Para compensar lo anterior, el BNDES ha participado en la adquisición de valores en ofertas públicas, lo que le ha permitido jugar un rol importante en la expansión de este tipo de financiamiento para las empresas y en la profundización del mercado secundario.

Los títulos privados de deuda como proporción del PIB pasaron del 2,4% en 2004 al 9,5% en 2010, debido a una mayor facilidad para el proceso de emisión de obligaciones en el país a partir de 2009.

Mendes de Paula, De Souza Ribeiro y Silva de Almeida analizan seis casos de empresas brasileñas para mostrar cómo la GC ha ayudado a la gestión del riesgo y a la emisión de títulos de deuda. Mediante la creación de los segmentos diferenciados de BM&FBOVESPA, incluido el Novo Mercado, el concepto de gobernanza corporativa ha penetrado niveles importantes del empresariado brasileño, aunque se reconoce también que falta mucho por hacer.

Sin embargo, aunque la GC tardará mucho en ser un motor importante del mercado de capitales, la creación de estos niveles ha permitido identificar a las empresas que adoptan buenas prácticas en la materia, generando una mayor confianza en el mercado. Los autores lo consideran un instrumento adecuado para la optimización de las relaciones entre principal y agente, y entre estos y los tenedores de bonos. Además, facilita la disponibilidad de información, lo que ayuda a los acreedores a evaluar los riesgos reales del funcionamiento de la organización.

El capítulo sobre Colombia, preparado por Eulalia Sanin y Santiago Arteaga, revela un notorio desarrollo del mercado de capitales que incluye el mercado de bonos (Ley 964 de 2005), pero aún limitado debido en gran medida a la concentración de la propiedad. Las mejoras han obedecido a la regulación, a factores micro y macro favorables, a las bajas tasas de interés, al aumento de los márgenes de intermediación del sistema financiero, incentivando así el endeudamiento a largo plazo, y a una mayor presencia de los inversionistas institucionales. Las emisiones de bonos, además de contribuir a la profundización del mercado de capitales, se están convirtiendo cada vez más en una alternativa de financiamiento para las medianas y grandes empresas colombianas. No obstante, la apertura sigue dándose más en el mercado accionario. El mercado de deuda aún se concentra en bonos de calificación AAA y AA+ de las grandes empresas, en especial del sector financiero, y los

bonos de deuda pública TES tienen un efecto de desplazamiento (*crowding out*) sobre otras opciones de renta fija como los bonos de las empresas.

Los avances alcanzados en materia de GC han tenido su base tanto en el Código País como en la Ley 964. También en la obligatoriedad de la encuesta anual de Código País, excelente suministrador de información al mercado sobre aspectos de GC, al menos de aquellas emisoras de instrumentos listadas en el mercado público para las cuales es una exigencia.

En cuanto a los cuatro casos colombianos documentados, tres de los cuales pertenecen a un mismo conglomerado económico (grupo empresarial antioqueño), han mostrado un excelente desempeño, con altos estándares de GC y procesos de emisión de deuda exitosos tanto en el mercado local como en el internacional.

Una de las conclusiones que se desprende del análisis de casos es que a pesar del éxito alcanzado las empresas no logran acercarse al valor de referencia de mejores prácticas propuesto según los estándares del indicador del proyecto, especialmente en lo que se refiere a los comités. Sanin y Arteaga lograron constatar que “algunas de estas mejores prácticas están sepultadas en documentos o prácticas internas, que no permiten su fácil constatación”. Las entrevistas a los altos ejecutivos de las empresas permitieron mejorar los indicadores recogidos mediante la sola revisión de los códigos de buena gobernanza. Una de las recomendaciones de los autores es facilitar el acceso a otros estándares internacionales de GC que no se encuentran especificados en los códigos locales.

El estudio permitió constatar que las empresas que emitieron bonos son grandes y con calificación de riesgo de AAA o AA+. Por ello, los autores sugieren que a fin de aumentar el número de empresas de menor tamaño que accedan a dicho mercado para encontrar financiamiento a menor costo sería conveniente implementar niveles diferenciados de GC, así como un canal privado o semiprivado para que los inversionistas institucionales (administradoras de fondos de pensiones) puedan hacer adquisiciones de bonos corporativos mediante contacto directo con el emisor, sin involucrar al mercado público de valores y evitando la calificación de riesgos. Reconocen que existe un problema de cultura financiera que hay que ir modificando.

Por último, el tercer caso fue el de México, documentado por Pedro Espinosa Langle. Este país muestra avances importantes en materia de marco normativo de la GC. Sin embargo, se observa un cierto sesgo en las normas debido fundamentalmente a la estructura de capital familiar y concentrada. El autor reconoce que la crisis financiera internacional de 2008 aceleró los problemas de agencia entre acreedores y accionistas, lo cual se ejemplifica con los casos de Cementos Mexicanos (CEMEX) y Controladora Comercial Mexicana (COMERCI). En este contexto, la GC pasa a desempeñar un rol importante, ya que en la medida en que facilita la armonización de intereses de los grupos de interés en torno a los resultados de la empresa, esta es más rentable y autosustentable. En este sentido, la selección de los consejeros pasa a ser crucial.

Cabe señalar que tanto la Ley general de sociedades mercantiles (que rige a sociedades no públicas) como la Ley del Mercado de Valores (que rige a las empresas que cotizan en bolsa) recuperan varios de los principios de GC propuestos por la OCDE. Las entidades financieras, coticen o no en bolsa, se rigen por una legislación amplia. Aquellas que cotizan en los Estados Unidos aplican la legislación vigente de la Securities and Exchange Commission (Ley Sarbanes-Oxley).

Al igual que en el caso del Brasil y de Colombia, en México el mercado de deuda ha mostrado un crecimiento sostenido, afectando cada vez más al mercado de capitales y la forma en que las empresas financian sus proyectos de inversión. Sin embargo, aún representa un 16% del mercado en comparación con el gubernamental y el accionario. Los certificados bursátiles son los instrumentos más utilizados desde 2001 y los principales demandantes son los inversionistas institucionales (administradoras de fondos para el retiro o AFORE un 16% y sociedades de inversión un 33%), específicamente de papeles con calificación AAA.

La implementación de la gobernanza corporativa ha sido por la vía voluntaria, debido a una serie de incentivos y a una política de difusión de los principios pertinentes con enorme influencia de la normativa estadounidense (Ley Sarbanes-Oxley), especialmente en aquellas empresas que tienen colocaciones en este mercado por medio de American Depository Receipts (ADR).

Al aplicar los estándares propuestos en el proyecto a las cuatro empresas seleccionadas, el primer resultado fue que en teoría la mayoría de ellos se satisface; sin embargo, en la práctica aún existen amplias áreas de oportunidad para mejorar el desempeño.

Lo anterior se constata con los resultados, que se presentan en el capítulo V, de la Encuesta de Gobierno Corporativo de México aplicada en 2011 por Price Waterhouse Coopers a 72 empresas de distintos sectores, un 23% de las cuales eran públicas. Una importante mayoría (94%) informó contar con un Consejo de Administración en que el 33% de los consejeros son independientes. En el 42% de los casos coincide el presidente con el director general de la compañía y el 61% de estos puestos son ocupados por accionistas mayoritarios o sus parientes. Solo el 75% tiene comité de auditoría y el 57% tiene comités de prácticas societarias, planificación y finanzas, o ambos.

El autor sugiere que los puntos clave a trabajar con las empresas mexicanas para mejorar la gobernanza corporativa serían los siguientes: i) separación del presidente del CA del cargo de director general, ii) incluir en el CA al auditor interno, iii) dar la presidencia del Consejo a un consejero externo independiente, iv) promover el criterio de independencia de los consejeros y que este se extienda a quienes presidan los comités de auditoría, finanzas y riesgos y v) garantizar la capacitación financiera de los consejeros para desempeñar el cargo adecuadamente.

Espinosa concluye con la lista de recomendaciones de Hull (2007), quien insiste en la importancia de no soslayar los preceptos obvios de una cultura previsor, tales como establecer límites de riesgos claros y sin ambigüedad, sancionar el rebase de límites a las alzas y bajas, mantener el criterio de diversificación de las carteras de negocios e inversiones, revisar continuamente las posiciones en un contexto de escenarios, cuidar el riesgo del modelo en su función de valuación de posiciones y cuidar el riesgo de liquidez, sobre todo en condiciones de crisis financiera.

Para concluir, el mercado de bonos corporativos en los tres países estudiados es aún limitado, pero en franco crecimiento. La coyuntura de crisis actual puede ser una oportunidad para expandir estos mercados, generando con ello una fuente alternativa de financiamiento para las empresas de menor tamaño de la región ante los sistemas bancarios poco eficientes de los países. El rol de los inversionistas institucionales es clave en la ampliación de este mercado.

En términos de GC, la modificación de los marcos normativos en los tres países estudiados ha tenido resultados positivos, aunque estas mejoras no se ven totalmente reflejadas en la práctica ni en el indicador propuesto para medir el desempeño de la GC en materia de emisión de instrumentos de deuda. Los resultados obtenidos muestran que, en general, existen áreas de oportunidad en relación con la adhesión a los estándares propuestos para mejorar el gobierno de las empresas.

Al analizar estos resultados en función de las seis categorías identificadas como clave (papel del CA, papel y selección de consejeros, comité de auditoría, comité de financiamiento corporativo, comité de riesgos y comité de inversiones), se constata que los valores más altos corresponden a la primera de ellas. En otras palabras, más de la mitad de las empresas analizadas se encuentra por encima de la media. Esto puede interpretarse como que los CA de más del 50% de las empresas cuentan con información sobre las actividades de inversión y de financiamiento que ejecuta la empresa.

A diferencia de los CA, los más alejados del valor de referencia establecido para las categorías señaladas son los comités de riesgo y de financiamiento corporativo, los cuales requieren de especial atención por parte de las empresas. Aunque los valores correspondientes al comité de auditoría son

mejores, ellos son aún bajos: solo la mitad de las empresas cumple con los estándares establecidos. Un punto crítico de la GC es el papel y selección de los consejeros. Según los datos que revela el estudio, menos del 50% de las empresas cumple con los estándares propuestos para esta categoría.

Aunque se trata de una muestra no representativa de empresas, los resultados que se obtienen al aplicarles este indicador cualitativo pueden dar luces sobre lo que sucede en otras empresas de los tres países estudiados. Por otra parte, la información que de aquí emana puede ser relevante para las agencias calificadoras de riesgo de los títulos de deuda que operan en ellos. La información sobre el nivel de cumplimiento de los estándares propuestos de GC puede ser incorporada en su metodología de análisis de riesgos, bajo el rubro “riesgo de gobernanza”.

Finalmente, es importante que en todos los procesos de mejora de la GC en la práctica también estén involucradas las autoridades regulatorias, ya que muchas veces dependen de ellas y del tipo de información solicitada los datos que las empresas suministran al mercado sobre el desempeño real de su GC.



## **II. Gobernanza corporativa y determinación de riesgos para la emisión de instrumentos de deuda en el Brasil, Colombia y México: Una propuesta metodológica**

***Héctor Pérez Galindo***<sup>7</sup>

### **A. Antecedentes y alcance del proyecto**

La Comisión Económica para América Latina y el Caribe, en conjunto con CAF-banco de desarrollo de América Latina y el Banco Interamericano de Desarrollo, buscan continuar los esfuerzos iniciados en los años 2008-2009 a fin de profundizar en el tema de la gobernanza corporativa en América Latina y sus efectos en el desarrollo y crecimiento de los mercados de capital<sup>8</sup>. Durante el año 2011 se llevó a cabo la segunda etapa de esta iniciativa, centrada en la emisión de títulos de deuda corporativa, específicamente en los aspectos relacionados con la determinación de riesgos pertinente, teniendo como marco de referencia las prácticas de GC y su influencia en dichos riesgos. Para ello, se analizaron casos documentados de empresas y experiencias sobre regulación y vigilancia relativa de la GC en tres países: Brasil, Colombia y México.

En el tema de GC no solo se han registrado mejoras en términos de marcos normativos aplicados en los países de la región, como puede observarse en los documentos de CEPAL-CAF (Núñez, Oneto y Mendes de Paula, 2009) y el elaborado conjuntamente por la OCDE y el Grupo del Banco Mundial (OCDE/Banco Mundial, 2009), así como en el estudio comparativo sobre normatividad y prácticas de GC en la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México, Panamá y el Perú realizado por la OCDE/CFI (2010), sino que también ha habido esfuerzos importantes por estandarizar las prácticas de GC

---

<sup>7</sup> El autor agradece los comentarios de Manuel Gerardo Flores, de la OCDE en México, y de los otros participantes del taller de expertos celebrado en Ciudad de México en septiembre de 2011. Los errores y omisiones son de exclusiva responsabilidad del autor.

<sup>8</sup> Para los fines del presente documento, se entenderá por GC al Consejo de Administración y los comités corporativos que emanan de este. Al respecto, cabe mencionar que el término gobierno corporativo se utiliza como sinónimo de gobernanza corporativa en varias de las publicaciones a las que se hará referencia en este escrito.



mediante la generación de códigos de buenas prácticas internacionales, regionales, subregionales y nacionales, muchos de ellos reconocidos ampliamente por el conjunto del mercado como principales referentes sobre el tema. Es el caso de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE (2004), los Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo de CAF (2006), el Código de Mejores Prácticas Corporativas del Consejo Coordinador Empresarial de México (CCE, 2010), el Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa del Instituto Brasileño de Gobernanza Corporativa (IBGC, 2009) y el Código de Mejores Prácticas Corporativas de Colombia (Superintendencia Financiera, 2007). Por otra parte, también son importantes los intentos realizados a nivel internacional y nacional por diseñar métricas que permitan mostrar los avances al respecto, detectando fortalezas y debilidades en el funcionamiento de la GC.

El presente análisis se centra en una revisión de los principios ampliamente aceptados de gobernanza corporativa y los conflictos de agencia en el tema de emisiones de deuda, que en la actualidad constituyen una de las formas de recaudación de fondos cada vez más utilizada por las empresas para financiar sus proyectos de inversión en la región. Asimismo, se harán acotaciones sobre los aspectos relacionados con la obligatoriedad normativa para acatar los principios de GC y sobre la calificación de las emisiones de títulos de deuda.

En los estudios de caso seleccionados en el Brasil, Colombia y México, se analizarán aspectos clave de GC directamente relacionados con la emisión de títulos de deuda, tomando como referente los estándares internacionales que serán mencionados en el documento.

En línea con lo anterior y con el resultado de los casos analizados en los tres países citados, se analizará una propuesta de construcción de estándares encaminados a mejorar el desempeño de las principales instancias de GC en la emisión de instrumentos de deuda, a fin de generar una revelación más precisa sobre los riesgos inherentes a los títulos emitidos. Con ello se pretende, además de mejorar la GC, afectar positivamente la calificación de las emisiones y reducir así el costo de financiamiento de las empresas.

Luego de esta introducción, el presente capítulo se distribuye de la siguiente manera. En el segundo apartado, y a fin de contextualizar la dimensión e importancia de los mercados de deuda como fuente de financiamiento de las empresas, se realiza una breve reseña de la evolución de los mercados de títulos de deuda corporativa internacional e interna en la región, específicamente con cifras publicadas por el Banco de Pagos Internacionales sobre los principales emisores de América Latina, correspondientes a la última década.

El interés principal se centra en el papel de la gobernanza corporativa en la emisión de títulos de deuda en América Latina, debido al problema de solvencia en que se vieron involucradas algunas empresas emisoras de obligaciones inmediatamente después de haber emitido bonos calificados con grado de inversión. Dicha problemática se enmarcó en la crisis de las hipotecas de alto riesgo detonada en 2007. En el tercer apartado se presenta un análisis resumido de las causas de la crisis y se establece una relación entre esta y las emisiones de deuda, donde el rol de las agencias calificadoras de riesgo crediticio fue crucial.

En el cuarto apartado se desarrolla un marco analítico sobre lineamientos o estándares cuya adopción por parte de los órganos de GC conduce a una mejora en la calificación de las emisiones de instrumentos de deuda. El objetivo de dichos estándares es fungir como referentes que proporcionen una calificación de riesgos más completa, al ampliar el rango de riesgos asumidos por las empresas emisoras.

En el quinto apartado se presenta una serie de indicadores mediante los cuales se pretende reflejar el riesgo de la GC en aquellos aspectos relacionados directamente con la emisión de deuda.

En el apartado final se presenta el consolidado de la aplicación del indicador en cada uno de los casos estudiados, así como algunas reflexiones y recomendaciones finales a partir de los resultados pertinentes y de la identificación de una serie de factores que deben ser considerados para lograr la adopción efectiva de los estándares propuestos de GC, mejorando con ello el desempeño de las empresas en materia de emisión de deuda.

## B. Breve reseña de la evolución de las emisiones de deuda corporativa en América Latina

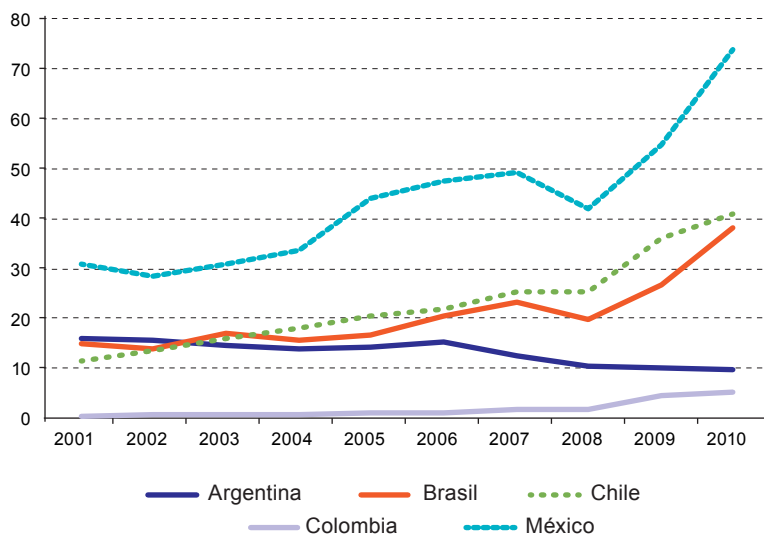
En la década 2001-2010, los principales países emisores de títulos de deuda corporativa de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México) en conjunto tuvieron un 128,4% de crecimiento del monto insoluto de este tipo de títulos, considerando emisiones internas e internacionales. Con excepción de la Argentina, que presentó una disminución del 39%, los demás países registraron un aumento en el lapso señalado. El monto insoluto total pasó de 73.700 millones de dólares a fines de diciembre de 2001 a 168.200 millones en diciembre de 2010 (véanse el cuadro II.1 y el gráfico II.1). Destacaron el Brasil, Chile y México con 38.200, 41.100 y 73.800 millones de dólares, respectivamente, cuya participación constituye el 91% del total.

**CUADRO II.1**  
**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): TÍTULOS CORPORATIVOS**  
**INTERNOS E INTERNACIONALES DE DEUDA**  
(Montos insolutos a diciembre de cada año, en miles de millones de dólares)

	2001	2002	2003	2004	2005	
Argentina	16,1	15,8	14,5	13,9	14,4	
Brasil	14,9	13,9	17,0	15,6	16,5	
Chile	11,4	13,7	16,0	17,9	20,6	
Colombia	0,5	0,6	0,6	0,9	1,0	
México	30,7	28,5	30,9	33,7	44,0	
	73,7	72,4	79,1	82,0	96,5	
	2006	2007	2008	2009	2010	Δ 2010/2001
Argentina	15,3	12,5	10,6	10,1	9,8	-39,0%
Brasil	20,4	23,3	19,9	26,6	38,2	156,0%
Chile	21,8	25,4	25,5	36,1	41,1	261,6%
Colombia	1,2	1,8	1,9	4,6	5,4	907,1%
México	47,4	49,1	42,1	54,9	73,8	140,0%
	106,1	112,0	99,9	132,3	168,2	128,4%

Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

**GRÁFICO II.1**  
**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): TÍTULOS CORPORATIVOS**  
**INTERNOS E INTERNACIONALES DE DEUDA**  
(Montos insolutos a diciembre de cada año, en miles de millones de dólares)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

En 2008, en estos países, con excepción de Chile y Colombia, se produjo una disminución significativa de los montos respectivos, hecho que coincide con la crisis de las hipotecas de alto riesgo del año 2007. Esta reducción puede explicarse por la volatilidad y el escepticismo de los mercados respecto de las nuevas emisiones de bonos corporativos. No obstante este efecto, en los años posteriores a 2008 hubo un crecimiento sostenido en cuatro de los cinco países mostrados en el cuadro II.1. Los saldos insolutos de 2010 en el Brasil, Chile, Colombia y México rebasaron sustancialmente los correspondientes al año 2007. De ahí que, a pesar de la crisis, las emisiones de bonos corporativos continúan jugando un papel de creciente importancia en América Latina.

Al desagregar las cifras totales del cuadro II.1 y el gráfico II.1 en montos insolutos de títulos corporativos internos e internacionales, es posible profundizar su análisis. La evolución de dichos montos se presenta en los cuadros II.2 y II.3 y en los gráficos II.2 y II.3, respectivamente. Cabe señalar que el Perú es un país emisor de títulos corporativos internos cuyos saldos reportados por el BPI son mayores que los de Colombia. Sin embargo, no se incluyen en la información presentada en este apartado debido a que no se reportan cifras de los títulos corporativos internacionales en las estadísticas de este organismo internacional<sup>9</sup>.

**CUADRO II.2**  
**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): TÍTULOS**  
**CORPORATIVOS INTERNACIONALES DE DEUDA**  
*(Montos insolutos a diciembre de cada año, en miles de millones de dólares)*

	2001	2002	2003	2004	2005	
Argentina	8,8	7,1	5,9	4,4	3,5	
Brasil	12,1	12,2	14,4	11,6	11,8	
Chile	5,2	6,2	6,3	6,4	6,9	
Colombia	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
México	21,2	17,9	16,6	15,1	19,2	
	47,7	43,7	43,5	37,8	41,7	
	2006	2007	2008	2009	2010	Δ2010/2001
Argentina	3,9	4,1	2,8	2,7	3,3	-62,0%
Brasil	14,7	15,5	13,1	16,8	27,4	126,3%
Chile	6,7	6,7	7,1	8,5	11,4	118,2%
Colombia	0,5	1,0	1,1	3,6	3,6	946,9%
México	20,0	21,3	17,0	25,7	38,3	80,6%
	45,8	48,5	41,1	57,3	84,0	76,3%

Fuente: Banco de Pagos Internacionales, 2011.

**CUADRO II.3**  
**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): TÍTULOS**  
**CORPORATIVOS INTERNOS DE DEUDA**  
*(Montos insolutos a diciembre de cada año, en miles de millones de dólares)*

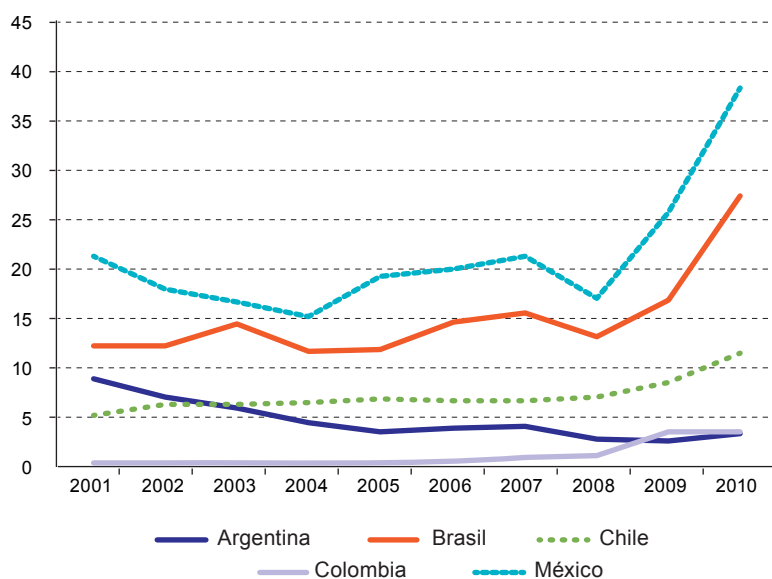
	2001	2002	2003	2004	2005	
Argentina	7,3	8,7	8,6	9,6	10,8	
Brasil	2,8	1,7	2,7	4,0	4,8	
Chile	6,1	7,5	9,7	11,5	13,8	
Colombia	0,2	0,2	0,3	0,6	0,7	
México	9,5	10,6	14,3	18,6	24,8	
	26,0	28,7	35,6	44,2	54,8	
	2006	2007	2008	2009	2010	Δ 2010/2001
Argentina	11,4	8,3	7,8	7,5	6,5	-11,4%
Brasil	5,7	7,8	6,7	9,8	10,7	284,5%
Chile	15,1	18,7	18,4	27,6	29,7	383,2%
Colombia	0,7	0,8	0,8	1,0	1,8	837,1%
México	27,4	27,8	25,0	29,2	35,5	271,8%
	60,3	63,5	58,8	75,0	84,3	223,8%

Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

<sup>9</sup> Los montos insolutos de títulos corporativos internos correspondientes al Perú son los siguientes, en miles de millones de dólares (Fuente: Banco de Pagos Internacionales):

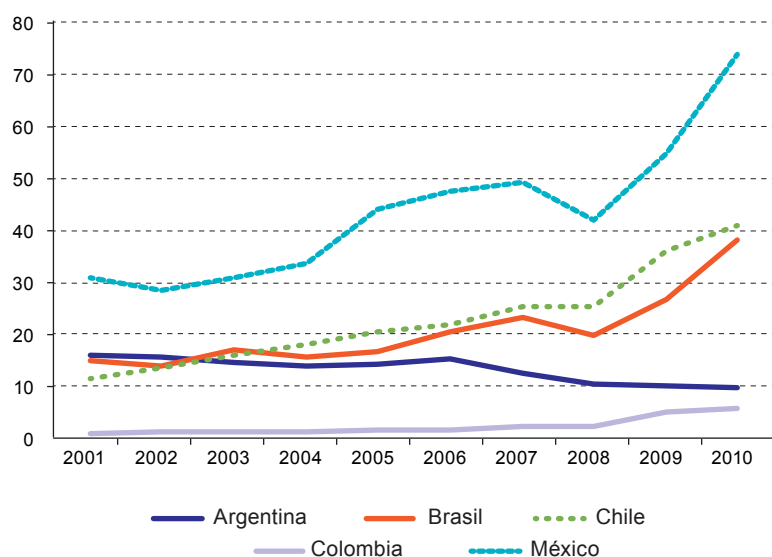
2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1,2	1,4	1,8	2,2	2,1	2,6	3,1	3,0	3,8	4,0

**GRÁFICO II.2**  
**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): TÍTULOS CORPORATIVOS INTERNACIONALES DE DEUDA**  
*(Montos insolutos a diciembre de cada año, en miles de millones de dólares)*



Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

**GRÁFICO II.3**  
**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): TÍTULOS CORPORATIVOS INTERNOS DE DEUDA**  
*(Montos insolutos a diciembre de cada año, en miles de millones de dólares)*



Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

Dos son los aspectos importantes a analizar: primero, la contribución de los títulos corporativos de deuda internos e internacionales al incremento total de los montos insolutos (véase el cuadro II.4), y segundo, la evolución de la composición del monto insoluto de estos instrumentos (véase el cuadro II.5). Con esto se pretende resaltar la importancia creciente que están adquiriendo los títulos corporativos internos de deuda.

**CUADRO II.4**  
**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): TÍTULOS CORPORATIVOS**  
**INTERNOS E INTERNACIONALES DE DEUDA**  
*(Variación montos insolutos 2001-2010, en miles de millones de dólares)*

	Internos	Internacionales	Total
Argentina	-0,8	-5,5	-6,3
Brasil	7,9	15,3	23,3
Chile	23,6	6,2	29,7
Colombia	1,6	3,2	4,9
México	25,9	17,1	43,0
	58,2	36,3	94,6
Participación en el incremento total (en porcentajes)	62,0	38,0	100,0
Puntos porcentuales correspondientes al incremento del 128%	79	49	128

Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

**CUADRO II.5**  
**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): TÍTULOS CORPORATIVOS**  
**INTERNOS E INTERNACIONALES DE DEUDA**  
*(Montos insolutos a diciembre de cada año, distribución a diciembre de 2010 y 2001, en miles de millones de dólares)*

	Internos 2010		Internacionales 2010		Total 2010
Argentina	6,5	66%	3,3	34%	9,8
Brasil	10,7	28%	27,4	72%	38,2
Chile	29,7	72%	11,4	28%	41,1
Colombia	1,8	34%	3,6	66%	5,4
México	35,5	48%	38,3	52%	73,8
	84,3	50%	84,0	50%	168,2
	Internos 2001		Internacionales 2001		Total 2001
Argentina	7,3	46%	8,8	54%	16,1
Brasil	2,8	19%	12,1	81%	14,9
Chile	6,1	54%	5,2	46%	11,4
Colombia	0,2	36%	0,3	64%	0,5
México	9,5	31%	21,2	69%	30,7
	26,0	35%	47,7	65%	73,7

Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

Como se observa en los cuadros II.2 y II.3, a diciembre de 2010 los montos insolutos de títulos corporativos internos e internacionales son prácticamente iguales (84.300 millones de dólares y 84.000 millones, respectivamente). Sin embargo, el crecimiento fue más significativo en el caso de los títulos internos, que durante el período 2001-2010 alcanzó un 223,8% (26.000 millones de dólares en diciembre de 2001), mientras que los títulos internacionales aumentaron un 76,3% en el mismo período (47.700 millones de dólares en 2001). Ello demuestra el dinamismo de los mercados internos de títulos corporativos. En cuanto a montos insolutos de títulos internos, destacan el Brasil, Chile y México, donde alcanzaron un 13%, un 35% y un 42% del total, respectivamente, en diciembre de 2010. En el mismo período, los porcentajes de títulos internacionales fueron del 33%, el 14% y el 46%, respectivamente.

En el cuadro II.4 se muestra la contribución de los títulos corporativos internos e internacionales al incremento agregado de ambos. En primera instancia, se tiene que del incremento total de 94.600 millones de dólares en el período 2001-2010, los títulos internos fueron responsables de 58.200 millones de dólares y los internacionales, de 36.300 millones. Esto significa que los títulos internos contribuyeron 79 puntos porcentuales y los títulos internacionales 49 puntos porcentuales al 128% de aumento total.

Del análisis individual de los países se desprenden los siguientes resultados: el Brasil y Colombia tuvieron un incremento mayor en cuanto a monto insoluto de títulos corporativos internacionales, mientras que Chile y México lo tuvieron en los internos. Por su parte, en la Argentina disminuyó el monto de ambos tipos de títulos, siendo más significativa la reducción del monto de títulos internacionales.

Una realidad por lo demás interesante se deriva del análisis de la evolución y composición del monto de títulos internos en comparación con el monto de títulos internacionales. Dicha evolución se resume en el cuadro II.5.

Como puede observarse en el cuadro II.5, en diciembre de 2001 la composición del monto insoluto total de títulos de deuda corporativa internos e internacionales alcanzó un 35% y un 65%, respectivamente, mientras que en diciembre de 2010 llegó al 50% en ambos casos. A continuación, en el cuadro II.6 se presenta la evolución de la composición de títulos corporativos internos e internacionales en cada uno de los países ya señalados. Los porcentajes pertinentes fueron redondeados con la finalidad de facilitar su análisis comparativo.

**CUADRO II.6**  
**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): EVOLUCIÓN DE TÍTULOS**  
**CORPORATIVOS INTERNOS E INTERNACIONALES**  
*(En porcentajes)*

Argentina y Chile	2001	50-50	2010	70-30
Brasil	2001	20-80	2010	30-70
Colombia	2001	35-65	2010	permanece igual
México	2001	30-70	2010	50-50

Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

Al comparar las cifras del cuadro II.6 puede concluirse que en 2010 hubo un marcado incremento de la participación de los títulos de deuda corporativa interna en relación con la que se registraba en 2001.

De acuerdo con las estadísticas, resulta evidente la evolución y creciente participación de los títulos de deuda corporativa en los mercados de capital, en especial de los títulos internos. Ello implica un efecto directo en el financiamiento de las empresas por medio de los mercados de capital, específicamente los mercados de deuda corporativa. Dada la importancia que esta realidad reviste para los mercados financieros latinoamericanos, en los siguientes apartados se analizarán los factores relevantes de GC que permiten mejorar los procesos de emisión de títulos corporativos de deuda. Un buen desempeño en esta materia tiende a reducir el riesgo real y el percibido de las emisiones y, por tanto, su costo. Esto fortalece los mercados de capital y apoya el financiamiento de las empresas por medio de deuda.

### **C. La crisis de las hipotecas de alto riesgo y sus efectos en la emisión de títulos de deuda latinoamericanos**

Los denominados productos financieros estructurados que se generaron y comercializaron en la segunda mitad del decenio pasado fueron una de las causas tanto de la crisis detonada en 2007 como de la problemática de las emisiones de títulos de deuda, cuyas empresas emisoras quebraron poco después de haberlas colocado en el mercado, no obstante haber recibido la calificación de grado de inversión. Es por ello que, si bien la crisis no es la materia central de este documento, es importante señalar sus principales causas para poner en contexto el tema central de este proyecto: la gobernanza corporativa en las emisiones de títulos de deuda privada.

## 1. Revelaciones sobre la crisis financiera de 2007

El 13 de abril de 2011 se publicó el informe de la investigación realizada por el Subcomité Permanente de Investigaciones del Senado de los Estados Unidos sobre las causas y orígenes de la crisis financiera iniciada en 2007, cuyos efectos persisten hasta la fecha<sup>10</sup>.

En la parte inicial del informe se afirma que la crisis no fue un desastre natural, sino el resultado de productos financieros complejos de alto riesgo, de conflictos de interés no revelados y de fallas de los reguladores, de las agencias calificadoras de crédito y del mercado mismo para controlar los excesos de Wall Street.

El Subcomité examinó las evidencias y presentó conclusiones, detallando la manera en que los préstamos de alto riesgo otorgados por instituciones financieras de los Estados Unidos, las fallas regulatorias, las calificaciones de crédito infladas y los productos de alto riesgo y baja calidad diseñados y vendidos por algunos bancos de inversión contribuyeron a la crisis financiera.

Las causas fundamentales que originaron la crisis financiera según la citada investigación fueron los préstamos de alto riesgo, las calificaciones crediticias infladas, las fallas regulatorias y los abusos de los bancos de inversión<sup>11</sup>.

## 2. Préstamos de alto riesgo y calificaciones crediticias infladas

A mediados de la década pasada, un gran número de bancos de los Estados Unidos originaron créditos de baja calidad (*subprime loans*). Estos empezaron a ser titularizados, dando lugar a productos financieros de alto riesgo y baja calidad denominados *residential mortgage backed securities* (RMBS) y obligaciones de deuda garantizada (*collateralized debt obligations*, CDO), que pagaban tasas más altas que el promedio del mercado por su propia naturaleza de riesgo.

No obstante que los RMBS y los CDO estaban respaldados por créditos de baja calidad, en el período comprendido entre 2004 y 2007 las agencias calificadoras Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P) y Moody's Investors Service, Inc. (Moody's) otorgaron calificaciones de grado de inversión a miles de ellos<sup>12</sup>. Estas calificaciones no reflejaron el riesgo verdadero de estos productos, que fueron estructurados sobre la base de créditos hipotecarios de alto riesgo. ¿Por qué se produjo esta situación? El informe antes señalado del Senado estadounidense puntualiza que el Subcomité identificó problemas múltiples que generaron calificaciones imprecisas, incluidos conflictos de interés que privilegiaron la participación de mercado y el incremento de ingresos, relegando el aseguramiento de calificaciones precisas. Las calificaciones crediticias AAA irreales afectaron al sistema financiero de los Estados Unidos con riesgos sin precedentes y fueron una causa fundamental de la crisis financiera.

Las prácticas comerciales de varias instituciones financieras que no transparentaron el estado real de los RMBS y los CDO, junto con las calificaciones de nivel de grado de inversión y las expectativas de alto rendimiento, contribuyeron a que este tipo de instrumentos inundaran los mercados.

<sup>10</sup> Senado de los Estados Unidos (2011), "Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse", *Majority and Minority Staff Report*, Washington, D.C., Permanent Subcommittee on Investigations, 13 de abril.

<sup>11</sup> Una secuencia detallada de los hechos que ocasionaron la crisis financiera se describe en Núñez, Georgina y Helvia Velloso, "El papel de la gobernanza corporativa en la recuperación y el desarrollo de los mercados de capital en Estados Unidos" (Núñez, Oneto y Mendes de Paula, 2009).

<sup>12</sup> Las calificaciones correspondientes a "grado de inversión" se encuentran dentro de los rangos desde AAA hasta BBB- y desde Aaa hasta Baa3 de la nomenclatura utilizada por S&P y Moody's, respectivamente. Cualquier calificación inferior a BBB- o Baa3 se considera "debajo del grado de inversión".

Desde 2004 hasta 2008 las instituciones financieras emitieron casi 2.500 millones de dólares de RMBS y casi 1.300 millones de dólares de CDO respaldados por créditos hipotecarios de baja calidad y alto riesgo que fueron vendidos a todo el mundo. Entre los compradores de dichos instrumentos de alto riesgo se encontraban los propios bancos emisores de los créditos de alto riesgo, instituciones financieras especializadas y empresas industriales y comerciales.

En 2006 se iniciaron los no pagos de los créditos de alto riesgo, generando a su vez no pagos de los RMBS y CDO respaldados por dichos créditos. Esta situación se intensificó en julio de 2007 y, en ese mismo mes, S&P y Moody's degradaron a un nivel por debajo del grado de inversión las calificaciones AAA y Aaa que en 2006 e incluso en 2007 habían otorgado a decenas de miles de estos títulos. Con ello se produjeron caídas estrepitosas del valor de dichos productos financieros, ocasionando pérdidas enormes a los bancos, empresas e inversionistas que los habían adquirido.

### **3. Fallas regulatorias y abusos de los bancos de inversión**

En el informe del Senado se detallan ejemplos de algunos bancos de inversión que, a sabiendas de los problemas de baja de valor de los créditos hipotecarios de alto riesgo, durante los años 2006 y 2007 vendieron RMBS y CDO respaldados por este tipo de créditos a sus clientes, sin revelarles que la disminución de valor de estos productos financieros estructurados era inminente. Aludiendo a esta situación, el informe concluyó que los bancos de inversión fueron la fuerza motora detrás de los productos financieros estructurados, que proveyó una corriente constante de recursos para prestamistas que originaban créditos de alto riesgo y baja calidad y que magnificaron el riesgo a través del sistema financiero de los Estados Unidos. Los bancos de inversión que diseñaron, vendieron y se beneficiaron de productos financieros estructurados relacionados con hipotecas de alto riesgo fueron una causa central de la crisis financiera.

Asimismo, respecto de las fallas regulatorias, en el informe se menciona que la falta de actuación de los organismos reguladores y supervisores en el sentido de detener las malas prácticas de las instituciones financieras que emitieron créditos de alto riesgo y productos financieros estructurados de baja calidad fue una de las razones que contribuyeron a la quiebra de varias instituciones y empresas que invirtieron en ellos, así como de los bancos emisores que mantuvieron este tipo de instrumentos en cartera. Como un caso concreto señala que la falla de la OTS<sup>13</sup> para restringir las malas prácticas del WaMu (Washington Mutual Bank) ocasionó que los préstamos de alto riesgo proliferaran en el banco, perjudicando a los inversionistas de todos los Estados Unidos y alrededor del mundo. Fallas similares incurridas por otras agencias reguladoras que involucraban a otros prestamistas replicaron el problema a una escala mayor. El resultado fue un mercado de hipotecas saturado con préstamos de alto riesgo y una serie de instituciones financieras que supuestamente mantenían inversiones seguras, cuando en realidad tenían importantes portafolios de alto riesgo.

### **4. Efectos de la crisis financiera en la emisión de títulos de deuda**

¿En qué medida la crisis financiera de 2007, cuyos actores centrales fueron los créditos hipotecarios de alto riesgo y los productos financieros estructurados de baja calidad, afectó las emisiones de deuda de las empresas en América Latina y otras partes del mundo?

---

<sup>13</sup> Office of Thrift Supervision, organismo regulador de las instituciones financieras de carácter bancario denominadas *thrift institutions* en los Estados Unidos, varias de las cuales emitieron créditos de alto riesgo y aglutinaron este tipo de créditos en productos financieros estructurados de alto riesgo y baja calidad.



El auge de los RMBS, los CDO y otros productos financieros estructurados se acompañó de las altas calificaciones crediticias que les fueron otorgados y de las expectativas de alto rendimiento generadas entre sus adquirientes. Entre estos se contaban inversionistas institucionales y tesorerías de empresas comerciales e industriales, cuya principal falla fue no haber evaluado adecuadamente los riesgos reales que estaban asumiendo al invertir en dichos productos financieros.

Varias de estas empresas participaban como emisoras en los mercados financieros, colocando títulos de deuda que fueron calificados con el grado de inversión. Sin embargo, dichas calificaciones no representaron con fidelidad los riesgos de crédito de las empresas emisoras, ya que no reflejaron el hecho de que mantenían en su cartera productos financieros estructurados respaldados por hipotecas de alto riesgo.

Al estallar la crisis financiera de 2007, este tipo de productos financieros experimentaron una disminución significativa de valor. Ello se tradujo en pérdidas considerables para las empresas adquirientes, generándoles serios problemas de solvencia y, eventualmente, la quiebra. Para las empresas compradoras que a su vez habían emitido títulos de deuda, esta situación significó que no se honraran las obligaciones derivadas, lo que produjo cuantiosas pérdidas en cascada a los inversionistas que los adquirieron.

Surgen así dos grandes líneas de análisis que constituyen la parte total de este documento:

- i) El hecho de que una empresa realizara inversiones en productos financieros de alto riesgo y poco después emitiera títulos de deuda para recabar fondos conduce a cuestionar lo siguiente: mediante los sistemas de control de dicha empresa, ¿se informó a los órganos corporativos sobre esta dualidad entre inversión y financiamiento y sobre los riesgos asumidos? ¿Hubo conciencia corporativa de lo que sucedía en la empresa? El Consejo de Administración (CA) y sus órganos internos ¿fallaron en su debida diligencia e involucramiento en los negocios en que la empresa incursionaba?
- ii) Por otra parte, las emisiones de títulos de deuda de empresas que mantenían en su tesorería productos financieros estructurados de alto riesgo fueron calificadas con grado de inversión por las agencias calificadoras, no obstante el riesgo que asumieron en su cartera de inversiones. Los modelos utilizados por las agencias al calificar la emisión de obligaciones no tuvieron la capacidad de incorporar todos los elementos para una evaluación veraz de los riesgos asumidos por las empresas emisoras. ¿Qué factores relacionados con el desempeño de la GC y los sistemas de control interno de las empresas habrían de considerarse a fin de que los riesgos de las emisiones de deuda que ellas realicen sean revelados fielmente? ¿Qué tipo de medidas podrían utilizarse para ello?

En relación con estas líneas de análisis, en el apartado D se desarrolla una serie de estándares cuya observancia por parte de la GC aseguran su participación en la emisión de títulos de deuda. Específicamente, se trata de factores relacionados con el desempeño de la GC y con la eficacia de los sistemas de control interno que es preciso considerar a fin de que los riesgos de las emisiones de títulos de deuda sean revelados con exactitud.

En cuanto al cuestionamiento sobre el tipo de medidas que podrían aplicarse, en el apartado E se proponen una serie de parámetros y un índice con la pretensión de calificar los aspectos de desempeño de la GC y efectividad de los sistemas de control que están relacionados directa y exclusivamente con la emisión de títulos de deuda. Es importante reiterar que dichos parámetros y el índice resultante no apuntan a evaluar el desempeño total de una GC, sino simplemente a servir como referente preventivo que contribuya a identificar los elementos que será necesario reforzar para minimizar los riesgos involucrados en el proceso de emisión de títulos de deuda y, por tanto, a lograr una percepción correcta de ellos. Esto permitiría mejorar las condiciones de colocación de dichos títulos en los mercados, reduciendo los costos involucrados para la empresa emisora.

## D. Estándares de gobernanza corporativa

En la última década se ha prestado especial atención a diferentes aspectos relacionados con las mejores prácticas y estándares de gobernanza corporativa. En la elaboración de este apartado se consideraron los estándares, lineamientos y mejores prácticas ampliamente examinados por varios organismos e instituciones. El aporte del análisis consiste en enfatizar aquellos que afectan directamente el grado de riesgo de las emisiones de títulos de deuda. Los estándares se complementan con una serie de recomendaciones extraídas de la experiencia directa del autor en varias empresas como miembro de Consejo de Administración y de comités corporativos, así como directivo y responsable de la implementación de estrategias corporativas, esquemas de administración de riesgos operativos y esquemas de control interno.

Además de lo señalado, para el análisis y determinación de los estándares se han considerado algunos casos de empresas emisoras de deuda en América Latina que cayeron en incumplimiento y donde se presentaron serias deficiencias de la GC tanto en la forma de vigilar la ejecución de la estrategia de negocios como en la implementación de esquemas efectivos de administración de riesgos. El objetivo de los estándares que se muestran en este apartado es, precisamente, subsanar dichas deficiencias. Una tarea nada trivial, pues existen no pocos casos en que las empresas cumplen en la forma, pero no de facto, los lineamientos reconocidos a nivel internacional. Es por ello que a pesar de haber afrontado situaciones críticas que orillaron en la quiebra de diversas empresas, varios CA argumentarían que han implementado lo que puede considerarse como mejores prácticas corporativas.

Las publicaciones, estudios e investigaciones sobre lineamientos de GC que podrían considerarse como punto de partida se encuentran listados en las referencias bibliográficas. Junto con cada uno de los estándares planteados se hará referencia a diferentes fuentes donde se abordan desde una perspectiva general. Es necesario reiterar que el enfoque del presente documento es particular, en el sentido de que se han extraído y, en algunos casos, modificado los estándares para puntualizar solamente aquellos que tienen consecuencias directas en el riesgo de las emisiones de deuda que realiza una empresa. En ninguna circunstancia se pretende evaluar por medio de ellos el desempeño total de la GC. Los estándares propuestos son de carácter preventivo y deberán interpretarse como una identificación de los aspectos de gobierno corporativo a mejorar o mantener a fin de que las emisiones de deuda tengan un menor riesgo percibido.

El buen desempeño de una empresa está directamente relacionado con el ambiente del negocio en que se desenvuelve y con los elementos que constituyen su gestión. Dos de los componentes más importantes de esta última son, por una parte, el modelo de GC y su funcionamiento y, por otra, la estructura y efectividad de los esquemas de control interno. Las deficiencias en alguno de estos elementos no garantizan que un buen desempeño de la empresa en el presente sea suficiente para mitigar los riesgos que podrían tener serias repercusiones en el futuro, sino que incrementan inevitablemente los riesgos del negocio. Por tanto, son aspectos clave cuando una empresa evalúa la determinación del riesgo inherente a la emisión de un instrumento de deuda. Con ello, estamos incorporando el concepto base sobre administración de riesgos: los riesgos están en el futuro, no en el pasado.

En este apartado presentamos un marco analítico y establecemos estándares sobre el rol y las responsabilidades que deben asumir los Consejos de Administración y algunos de los comités corporativos a fin de minimizar el riesgo de las empresas y, consecuentemente, los riesgos relacionados con las emisiones de deuda que ellas realicen. Su cumplimiento, en conjunto, impulsará una buena GC y la divulgación oportuna y veraz de información relevante, un funcionamiento efectivo del esquema de control interno y una actuación responsable respecto de la emisión de títulos de deuda. En algunos de los estándares podrá percibirse una relación directa, como en el caso de los vinculados al funcionamiento del Comité de riesgos. En otros la relación no es necesariamente directa, pero sí relevante, como ocurre

con la selección de consejeros de los CA, ya que una designación inadecuada de sus miembros aumenta la probabilidad de que el desempeño en materia de emisión de títulos de deuda sea deficiente.

Asimismo, el cumplimiento o incumplimiento de los estándares señalados constituirá un indicador encaminado a proporcionar a los inversionistas y diferentes personas o instituciones relacionadas con la empresa una información más completa sobre los riesgos que esta asume en la conducción de su negocio. Cabe enfatizar que no se puede hablar de “grados de cumplimiento” del indicador propuesto. El hecho de que los estándares planteados sobre GC se observen o no a cabalidad no genera valor o beneficio alguno. Por tanto, la evaluación de su grado de cumplimiento es binaria: se cumple o no se cumple.

Los estándares se encuentran agrupados en las siguientes categorías:

- papel del Consejo de Administración
- estructura del Consejo de Administración
  - el presidente del Consejo de Administración
  - selección de consejeros
  - los consejeros externos
  - los consejeros internos
- los comités corporativos
  - comité de auditoría
  - comité de inversiones en activos financieros
  - comité de financiamiento corporativo
  - comité de riesgos
- evaluación del desempeño del Consejo de Administración

## 1. El papel del Consejo de Administración <sup>14</sup>

El Consejo de Administración, conformado por sus miembros o consejeros, es responsable colectivamente ante los accionistas e inversionistas de las actividades en que se involucre la compañía y del éxito o fracaso de ella. Tiene la obligación de establecer los objetivos de negocios y de responsabilidad social de la empresa, así como de acordar la estrategia para lograrlos. También es responsable de vigilar y evaluar la gestión del equipo directivo y velar por el cumplimiento de las políticas establecidas. Todo esto es posible gracias a un sistema efectivo de control interno.

Asimismo, el CA es responsable de designar al primero y segundo nivel de directivos de la empresa y de su remoción. Aun más, es de fundamental importancia que se encargue de determinar y asignar los reconocimientos, sobre todo los pecuniarios.

El CA no deberá delegar ninguna de las responsabilidades señaladas en los párrafos anteriores en el director general. En todo caso, podrá confiar algunas tareas y deberes específicos a los comités corporativos presididos por alguno de los consejeros que no tenga injerencia directa en la administración de la empresa.

---

<sup>14</sup> Los lineamientos y prácticas generales sobre el papel del Consejo de Administración se abordan explícitamente en las referencias FRC, 2011, 2010a, 2008, 2005; BPI, 2010; CCE, 2010; IBGC, 2009; OCDE, 2004 y Aldama, 2003. Para estructurar los conceptos y estándares que se presentan en esta sección se analizaron dichas referencias y se tomó en cuenta el material considerado relevante en el caso particular de la responsabilidad directa del CA respecto de la emisión de títulos de deuda por parte de la empresa que representa.

Los estándares al respecto son los siguientes:

- i) El Consejo debe contar con información oportuna en una forma y calidad adecuadas que le permitan cumplir con sus deberes.
- ii) El CA debe establecer los mecanismos necesarios para asegurar la entrega de información oportuna y confiable sobre todas las actividades de inversión en activos financieros y no financieros y de financiamiento que realice la empresa.
- iii) El Consejo solo podrá delegar responsabilidades y funciones en los comités corporativos presididos por un consejero externo independiente<sup>15</sup>, en especial las responsabilidades y decisiones relacionadas con los siguientes aspectos:
  - líneas de negocios en que se involucrará la empresa y asumir los riesgos pertinentes
  - estrategia a seguir para conseguir los fines de la empresa
  - remuneración de consejeros y principales directivos
  - designación y remoción del director general y del segundo nivel de directivos de la empresa
  - decisiones sobre inversiones financieras y no financieras
  - evaluación del desempeño de los consejeros y principales directivos
- iv) El CA no deberá involucrarse en actividades de administración de la empresa, pues su papel es dirigir y supervisar, no administrar.

## 2. Estructura del Consejo de Administración <sup>16</sup>

El Consejo de Administración “unitario”<sup>17</sup> es el más común y suele estar integrado por consejeros ejecutivos o internos y consejeros no ejecutivos o externos. El balance entre ambos tipos de consejeros es un aspecto fundamental. Los consejeros internos son algunos de los principales directivos de la empresa e, invariablemente, el director general es uno de ellos. En relación con los consejeros externos, estos pueden ser independientes o no independientes. Un consejero externo independiente, además de no tener intereses específicos en el negocio de la empresa, deberá ser seleccionado por instancias que eviten la generación de conflictos de interés entre él y los demás consejeros y directivos de la empresa. Para que su independencia sea efectiva, un consejero externo independiente deberá ser removido de sus funciones solo por el resto de los consejeros externos independientes.

Es práctica común que algunos de los accionistas que no participan directamente en la administración de la empresa (esto es, que no son directivos de ella) formen parte del CA. Dado que pertenecen al conjunto de dueños de la empresa, estos consejeros-accionistas tendrán intereses específicos como tales, más aun si mantienen lazos comerciales con ella. En cualquier caso tendrán el carácter de consejeros externos, pero no podrán considerarse independientes. A este tipo de consejeros también se les denomina consejeros patrimoniales.

---

<sup>15</sup> El tema de los consejeros externos independientes se aborda en el apartado sobre estructura del Consejo de Administración.

<sup>16</sup> Los lineamientos y prácticas generales sobre estructura del Consejo se abordan explícitamente en las referencias FRC, 2011, 2010a, 2008; BPI, 2010; CCE, 2010; IBGC, 2009; Superintendencia Financiera, 2007; CAF, 2006 y Aldama, 2003. Estos lineamientos fueron analizados y en esta sección se presentan aquellos que se considera relevantes para la empresa debido a sus posibles efectos en la responsabilidad de la GC en la emisión de títulos de deuda.

<sup>17</sup> Existe el concepto de una GC de “dos capas” o “dos niveles”. En este caso, existe un Consejo integrado por consejeros internos y otro integrado por consejeros externos. El primero es responsable de la administración de la empresa y el segundo tiene un carácter de vigilancia y supervisión.

Tanto los consejeros internos como los externos son igualmente responsables del desempeño de la empresa ante sus accionistas. Sin embargo, los primeros tienen a su cargo la administración y funcionamiento de la empresa, mientras que los segundos desempeñan un papel de supervisión y balance de intereses. Ante esta diferencia de funciones, el reto consiste en combinarlas para convertir al CA en un equipo.

Además de la composición del CA, hay un aspecto relacionado con su tamaño. Este debe ser de una magnitud tal que permita que los consejeros se conozcan y generen contribuciones y decisiones ágiles y efectivas en las sesiones del Consejo<sup>18</sup>. Los CA deben proveer un liderazgo colectivo. Por tanto, el balance de su composición y la elección de sus miembros son aspectos cruciales para integrar un equipo.

Los estándares relacionados con la estructura del CA son los siguientes:

- i) El tamaño de un Consejo de Administración debe ser tal que le permita tomar decisiones en forma ágil y efectiva. Deberá contar como mínimo con un 50% de consejeros externos, más de la mitad de los cuales deberán ser consejeros independientes.
- ii) El presidente del Consejo deberá ser un consejero externo independiente.

### 3. El presidente del Consejo de Administración<sup>19</sup>

El presidente del CA es responsable de su efectividad y estructura. Para que un Consejo sea eficaz, no basta con aglutinar a un grupo de personas competentes, sino que se requieren esfuerzos concretos del grupo de consejeros y liderazgo por parte de su presidente.

El presidente, conjuntamente con los consejeros externos independientes, deberá establecer los lineamientos en virtud de los cuales se evaluará el desempeño del CA, de sus miembros y de los principales directivos de la empresa. En el caso —poco deseable— de que el presidente ocupe el cargo de director general, entonces esta responsabilidad recaerá solo en los consejeros externos independientes.

Los estándares al respecto son los siguientes:

- i) Las facultades que le permitan al presidente del Consejo cumplir sus funciones deberán estar claramente establecidas en los estatutos internos de la empresa.
- ii) El presidente del CA, junto con los consejeros externos independientes, deberá establecer la mecánica para la evaluación de este, de los consejeros y de los principales directivos, así como coordinar dicha evaluación.

### 4. Selección de consejeros<sup>20</sup>

La integración del Consejo de Administración, esto es, la selección de sus miembros o consejeros, constituye la parte toral de este. Es el factor crítico del funcionamiento de un Consejo. La aplicación de cualquier conjunto de estándares y criterios de desempeño que se identifique como adecuados

<sup>18</sup> Al respecto, en CCE (2010) se señala en forma explícita un tamaño de 3 a 15 consejeros, mientras que en IBGC (2009) se menciona que debe ser de 5 a 11 consejeros.

<sup>19</sup> Los lineamientos y prácticas generales relativos al presidente del Consejo de Administración se abordan explícitamente en las referencias FRC, 2011; BPI, 2010; IBGC, 2009; CAF, 2006 y Aldama, 2003. En esta sección se presentan solo los que se considera relevantes y que están directamente relacionados con la responsabilidad del presidente en el caso particular de la emisión de títulos de deuda por parte de la empresa que dirige.

<sup>20</sup> Los lineamientos y prácticas generales sobre selección de consejeros se abordan explícitamente en las referencias FRC, 2010a; BPI, 2010; CCE, 2010; IBGC, 2009 y CAF, 2006. En este apartado se presentan solo aquellos que tienen efectos relevantes en las decisiones relacionadas con la emisión de títulos de deuda de la empresa que representan.

para un mejor ejercicio de sus tareas, así como la fidelidad con que se reporte su cumplimiento, afrontarán serias dificultades si la selección de los miembros o consejeros se realizó atendiendo exclusivamente a los intereses específicos de algunos accionistas o directivos y no en función del valor que pueden aportar al CA. Peor aun es que se elija a los consejeros con el único fin de cumplir con una disposición regulatoria determinada.

El presidente del Consejo deberá establecer los mecanismos necesarios para seleccionar a los consejeros externos sobre la base del valor que pueden aportar a este.

Los estándares sobre la materia son los siguientes:

- i) Los consejeros internos y externos deberán seleccionarse sobre la base del valor que pueden aportar al Consejo de Administración.
- ii) Los consejeros deberán mantenerse actualizados en relación con las necesidades de la empresa y de sus empleados.

#### **a) Los consejeros externos**<sup>21</sup>

La solidez y fortaleza de los consejeros externos radican en que el número de aquellos que son independientes esté balanceado con el de los demás (consejeros externos no independientes e internos).

Los consejeros externos deben aportar experiencia en ámbitos diferentes o más amplios de los que manejan los directivos de la empresa. Esta experiencia, unida a la que poseen los propios directivos, es clave en la formulación de la estrategia de la empresa.

Uno de los aspectos valorables de los consejeros externos independientes es su apoyo concreto en la solución de conflictos de interés. Debido a su naturaleza, tienen el potencial de juzgar las situaciones que se presenten con mayor objetividad, pues se supone que sus intereses personales no están involucrados directamente en la empresa ni que representan los intereses de los accionistas.

Los estándares pertinentes son los siguientes:

- i) La selección de consejeros externos debe tener un propósito real: complementar la experiencia y conocimientos de los actuales consejeros y directivos.
- ii) Los consejeros externos deberán transparentar ante el Consejo cualquier conflicto de interés relacionado con la empresa del que tengan conocimiento.
- iii) El número de consejeros externos independientes deberá ser igual o superior al del resto de los consejeros.

#### **b) Los consejeros internos**

En general, son consejeros internos el director general, el director de auditoría, el director de finanzas y el director de operaciones. También podrían serlo los directores de riesgos, tecnología o sistemas. Todos ellos son directamente responsables de la totalidad, integridad y exactitud de la información que emita la empresa, sobre todo la que se envía a los miembros del CA.

Los estándares relacionados con los consejeros internos son los siguientes:

- i) Los consejeros internos deberán firmar certificados que los responsabilicen legal y penalmente de la información que generen y difundan, así como de la omisión de divulgar información hacia el Consejo.

---

<sup>21</sup> Los lineamientos y prácticas generales que tratan explícitamente las responsabilidades de los consejeros internos y externos, así como su caracterización, se abordan en las referencias FRC, 2011, 2010a; BPI, 2010; CCE, 2010; IBCG, 2009; CAF, 2006; Aldama, 2003 y SOX, 2002.

- ii) El director de auditoría interna deberá ser miembro del Consejo y reportar directamente ante este o alguno de sus comités corporativos.
- iii) En caso de que exista la figura de “oficial de cumplimiento” (o “contralor normativo”), este deberá ser integrante del Consejo y responder directamente ante él.

## 5. Los comités corporativos<sup>22</sup>

La importancia de los comités corporativos deriva de las tareas y responsabilidades que asumen. Su autonomía e independencia de actuación deben quedar claramente establecidas de acuerdo con la naturaleza de sus obligaciones en las reglas de acción o reglamento del CA.

Los comités pueden asignar tareas específicas a los directivos de la empresa, pero en ningún caso delegar en ellos sus responsabilidades.

A continuación se mencionan los diferentes comités que están involucrados en la emisión de títulos de deuda de una empresa. Se señala la información que cada uno de ellos debe proporcionar al CA y que es preciso considerar para evaluar en forma correcta los riesgos asumidos por la empresa que pueden afectar directamente la calificación de riesgos de las emisiones que realice. Los comités aquí señalados son los que tienen claras responsabilidades en los aspectos de financiamiento de una empresa. En otras palabras, pueden existir otros comités, pero como no intervienen mayormente en las emisiones de títulos de deuda, no se abordarán en este apartado.

### a) Comité de auditoría<sup>23</sup>

Este comité es responsable de seleccionar y contratar tanto al auditor interno como al externo, quienes responderán directamente ante él. Además, el auditor interno debe mantener una línea informativa directa con el director general.

El comité de auditoría también debe manejar la información sobre los diferentes controles implementados en áreas fundamentales y críticas de la empresa y elaborar informes periódicos al respecto. Es responsable de la estructuración y vigilancia del sistema de control interno de la empresa.

Los estándares relacionados con el tema son los siguientes:

- i) El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente, con experiencia en control interno.
- ii) El auditor externo deberá ser contratado por el comité y reportar directamente ante él.
- iii) El comité debe aprobar el programa de auditoría externa.
- iv) El comité debe aprobar el plan de auditoría interna.
- v) El comité debe dar seguimiento y atención a las observaciones de auditoría interna y externa.
- vi) El comité debe aprobar el diseño y funcionamiento del sistema de control interno.
- vii) Dado que un aspecto fundamental del sistema de control interno es la presentación de informes, el comité es responsable de asegurar que se mantenga un procedimiento de información efectivo, especialmente sobre aspectos financieros, control de riesgos y desempeño de la empresa y de sus directivos.
- viii) El comité deberá elaborar informes periódicos para el director general y el Consejo sobre el cumplimiento o violación de las políticas de control interno.

<sup>22</sup> El tema de los comités corporativos, en términos genéricos, se aborda en las referencias FRC, 2010a; BPI, 2010; CCE, 2010 y CAF, 2006.

<sup>23</sup> Las referencias en que se aborda el tema del comité de auditoría son numerosas. En forma general, se encuentra desarrollado en FRC, 2010a, 2010b, 2008; BPI, 2010; IBCG, 2009; CAF, 2006 y Aldama, 2003, referencias en que se trata con diferentes niveles de amplitud.

## **b) Comité de inversiones en activos financieros**

En ninguna de las publicaciones analizadas se hace referencia a esta categoría de comité. Por lo general existe en algunas instituciones financieras que manejan inversiones en activos financieros como parte de su estrategia de negocios, pero no es común encontrarlos en empresas no financieras. Se recomienda la creación de este tipo de comités en las empresas no financieras cuya tesorería realice inversiones significativas en instrumentos financieros, siendo el encargado de elaborar la estrategia de inversión pertinente. Esta sugerencia obedece a la realidad quizá ya conocida y evidenciada a raíz de la crisis de las hipotecas de alto riesgo de 2007, en el sentido de que hubo tesoreros de empresas no financieras que al tener un alto nivel de discrecionalidad respecto de las inversiones que efectuaban, compraron instrumentos financieros cuyos riesgos no evaluaron adecuadamente y generaron serios problemas de liquidez y solvencia para sus empresas. Cuando los montos a invertir por parte de la tesorería de una empresa determinada son de tal magnitud que ponen en riesgo la liquidez y solvencia de ella, es necesario crear un comité de inversiones en activos financieros.

Este comité debe ser responsable de estructurar la estrategia de inversión en instrumentos financieros y de generar información sobre las inversiones realizadas en los diferentes mercados financieros, reportando los montos invertidos y los riesgos asumidos.

Los estándares al respecto son los siguientes:

- i) El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente, con experiencia en mercados financieros.
- ii) El comité deberá estructurar la estrategia de inversión de los excedentes de tesorería de la empresa.
- iii) El comité deberá revisar, con la periodicidad que se requiera, la estrategia de inversión.

## **c) Comité de financiamiento corporativo**

Por lo general, las decisiones de financiamiento corporativo son tomadas por el director de Finanzas, el director general de una empresa, o ambos, en el mejor de los casos con conocimiento del CA. En ninguna de las publicaciones consultadas se hace referencia a esta categoría de comité. Se sugiere su creación en las empresas que cotizan en la bolsa y que realizan emisiones de deuda. Es recomendable que las decisiones de financiamiento corporativo se tomen en forma colegiada dentro de este comité y que no sean exclusivas del director de finanzas o el director general.

El comité de financiamiento corporativo debe ser responsable de analizar e informar las necesidades de financiamiento y las diferentes alternativas para satisfacerlas, con especial énfasis en las emisiones de títulos de deuda a negociarse en mercados organizados.

Los estándares sobre el tema son los siguientes:

- i) El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en finanzas corporativas.
- ii) El comité deberá dictaminar las necesidades de financiamiento y los mecanismos propuestos por la dirección general.
- iii) El comité deberá determinar la contratación de los intermediarios financieros que requiera la empresa para la colocación de títulos financieros emitidos por esta.

## **d) Comité de riesgos**

Explícitamente, la constitución de un comité de riesgos se aborda solo en la referencia BPI (2010) y para el caso concreto de los bancos. Ninguno de los estándares o prácticas contenidas en el



resto de las publicaciones analizadas hace mención explícita al respecto, limitándose a señalar que la identificación y administración de riesgos debe estructurarse bajo la responsabilidad del CA. Por lo general, la normativa de las instituciones financieras incluye la obligación de crear la figura del comité de riesgos, pero no hay disposiciones similares para las empresas industriales, comerciales y de servicios. Se sugiere la creación de este tipo de comité en las empresas no financieras cuya tesorería realiza inversiones significativas en instrumentos financieros, emisiones de deuda a negociarse en mercados organizados, o ambos.

Las responsabilidades de este comité serían las siguientes:

- i) El CA es responsable de determinar la naturaleza y magnitud de los riesgos relevantes que está dispuesto a tomar para alcanzar los objetivos estratégicos de la empresa. El Consejo debe mantener sistemas sólidos de administración de riesgos y de control interno. Puede delegar la función de evaluación de riesgos en el comité de riesgos, pero no así las decisiones al respecto.
- ii) El comité es responsable del análisis y determinación de los riesgos financieros y no financieros asumidos por la empresa que derivan de las inversiones en activos financieros y de las emisiones de deuda que realice. Cabe mencionar que los riesgos no financieros (riesgos operativos) más relevantes normalmente no son medibles ni pueden representarse mediante estadísticas.
- iii) El comité de riesgos es responsable de analizar la información generada por el sistema de control interno de la empresa.
- iv) Este comité debe prestar especial atención a los riesgos operativos que se producen cuando no se respetan las líneas de autoridad, generando conflictos de interés de alto riesgo. Como ejemplos que deben evitarse se tienen los casos siguientes: el director de auditoría externa es contratado por el director general, el oficial de cumplimiento y el auditor externo reportan directamente ante el director general.

Un buen sistema de control interno tendrá puntos de control, parámetros y estadísticas al respecto. Pero además, deberá incluir una forma de identificar los riesgos operativos no medibles y cómo mitigarlos, es decir, falta de capacitación del personal, funciones con conflictos de interés internos, líneas de autoridad no respetadas y otros.

Los estándares relacionados con el comité de riesgos son los siguientes:

- i) El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente, con experiencia en administración integral de riesgos.
- ii) El comité deberá contratar agencias evaluadoras y recibir informes periódicos sobre la cartera de instrumentos financieros que mantenga la empresa.
- iii) El comité deberá dictaminar los reportes sobre los riesgos financieros de la cartera de inversiones en títulos financieros que mantenga la empresa, elaborados por el comité de inversiones en activos financieros.
- iv) El comité deberá informar periódicamente el grado de cumplimiento, efectividad y desviaciones de la estrategia de inversión ejecutada por la tesorería de la empresa.
- v) El comité deberá dictaminar los reportes sobre los riesgos financieros de las emisiones de títulos de deuda que realice la empresa, que serán elaborados por el comité de financiamiento corporativo.
- vi) El comité deberá elaborar un inventario de los riesgos financieros y no financieros relevantes a que está sujeta la empresa, especificando cuáles son cuantificables y cuáles no lo son.

vii) El comité deberá aprobar el plan de tratamiento (mitigación, contención o traspaso) de los riesgos no financieros que presente la dirección general de la empresa.

Por otra parte, el siguiente estándar es aplicable a todos los comités:

Cada comité deberá velar por que se determinen y se asignen los recursos necesarios para que la empresa logre un desempeño alineado con los estándares establecidos para cada uno de ellos.

## 6. Evaluación del desempeño del Consejo de Administración<sup>24</sup>

La evaluación del desempeño del CA y de sus consejeros es fundamental para mantener un proceso de mejora continua. Además, una buena evaluación del desempeño se traducirá en una alineación de objetivos entre los miembros del Consejo y minimizará la posibilidad de incurrir en deficiencias.

El estándar al respecto es el siguiente:

El Consejo debe contar anualmente con una evaluación formal y rigurosa de su propio desempeño, así como de sus comités y de sus consejeros. La manera de llevar a cabo esta evaluación debe estar bien documentada.

Para concluir, una buena gobernanza corporativa implica costos en que no todas las empresas están dispuestas a incurrir. Por ello, resulta importante: i) tener claridad sobre el balance costo-beneficio de las inversiones que requieran de la aplicación de estándares encaminados a mejorar el desempeño de la GC, y ii) contar con un marco normativo que regule la estructura, integración y funcionamiento del Consejo y de sus comités corporativos en las empresas emisoras de acciones o títulos de deuda a ser negociados en mercados organizados. La efectividad del marco normativo en este ámbito debe evaluarse necesariamente a la luz de la eficacia de los mecanismos que obligan a su cumplimiento, así como de los mecanismos de supervisión y vigilancia normativa.

Una GC efectiva tiende a reducir el costo de financiamiento de una empresa. El objetivo de los estándares señalados en el presente apartado es lograr que los mercados tengan una percepción de menor riesgo hacia la empresa que los aplique y, por consiguiente, situarla en una posición que le permita conseguir financiamiento (interno e internacional) a una tasa inferior y en mejores condiciones de las que obtendría si la percepción de riesgos fuera mayor. Ello se traducirá en un mayor valor de la firma y en un beneficio para la sociedad en su conjunto. De esta manera, una GC efectiva estará aportando a un mejor desempeño de la empresa en los mercados de capital.

El punto de partida apunta a la implementación de estándares y mejores prácticas de GC que reflejen la responsabilidad que deben asumir los diferentes órganos de gobierno de la empresa en cuanto a efectividad de sus sistemas de administración de riesgos y de control interno.

Cada principio o estándar debe aplicarse en su totalidad. Una “aplicación razonable” de un principio o estándar determinado no puede considerarse como cumplimiento de este.

En lo que a cumplimiento se refiere, la distorsión que puede presentarse en la aplicación de los estándares y regulaciones sobre GC es que se cumplan en la forma, pero no en la ejecución. Por ejemplo, en los estándares y la normativa puede establecerse que el auditor externo debe de ser seleccionado y contratado por el comité de auditoría, ante el cual debe reportar. Los estatutos internos de la empresa podrían señalar lo mismo, lo que demostraría que se cumple con el estándar aludido. Sin embargo, es posible que en la práctica quien seleccione y contrate al auditor externo sea el director general. Ello con

<sup>24</sup> La evaluación de la GC no es una materia ampliamente tratada en la bibliografía actual. Es un tema que, debido a su naturaleza, puede generar conflictos de interés al interior de los órganos pertinentes. En las referencias analizadas, se aborda en FRC, 2011, 2010a, 2008 y BPI, 2010.

conocimiento del Consejo, el cual en estricto apego al ejercicio de sus facultades seguramente habrá delegado (aunque sea de manera informal) esta responsabilidad en el director general.

¿Cómo supervisar el cumplimiento de facto y no solo en la forma de los estándares sobre GC? En otras palabras, ¿cómo identificar situaciones que representan un falso cumplimiento? He aquí el reto para los reguladores, organismos gremiales, bolsas de valores y diferentes grupos interesados de una empresa. La obligatoriedad en la aplicación de los estándares de GC tiene que darse como un esfuerzo combinado entre reguladores, mercados organizados y sectores empresariales.

Finalmente, cabe mencionar que en relación con el papel de los supervisores en el ámbito de la gobernanza corporativa, el BPI (2010) ha señalado en los *Principles for Enhancing Corporate Governance* que su papel clave es asegurar que los bancos practiquen una buena GC. Al respecto, establece los siguientes cinco principios para el caso de los bancos, pero que bien podrían aplicarse a las empresas emisoras de títulos financieros:

- i) Los supervisores deberán orientar a los bancos sobre las expectativas de una GC sólida.
- ii) Los reguladores deberán realizar periódicamente una evaluación integral de todas las políticas y prácticas de GC de un banco y evaluar la implementación de los principios por parte de este<sup>25</sup>.
- iii) Los supervisores deberán complementar su evaluación regular de las políticas y prácticas de GC de un banco con el monitoreo de una combinación de informes internos y de reportes prudenciales, incluidos —como medida apropiada— aquellos de terceras partes como los auditores externos.
- iv) Los supervisores deberán requerir una acción correctiva efectiva y oportuna a un banco para atender las deficiencias materiales en sus políticas y prácticas de GC y deberán contar con las herramientas apropiadas para ello.
- v) Los supervisores deberán cooperar con otros inspectores relevantes de las demás jurisdicciones en relación con la supervisión de políticas y prácticas de GC. Las herramientas para esta colaboración pueden incluir un memorándum de entendimiento, supervisiones colegiadas y reuniones periódicas entre supervisores.

## E. Construcción de un índice<sup>26</sup>

Para evaluar el riesgo de crédito relacionado con la emisión de deuda de una empresa, en primer término debe considerarse el período o plazo de la emisión que definirá el horizonte de tiempo sobre el cual se hará la evaluación y, en segundo lugar, tienen que incluirse indicadores tanto financieros como no financieros que reflejen el desempeño previsto de la empresa, específicamente su capacidad de pago, a lo largo de dicho período.

Las mediciones tradicionales basadas en índices financieros consideran información contable que, en el mejor de los casos, refleja el desempeño pasado de la empresa. No incorporan factores relacionados con el beneficio futuro a mediano o largo plazo, aunque quizá proporcionen alguna información sobre el corto plazo. Otros indicadores permiten estimar los flujos financieros derivados de las actividades propias del negocio, tomando en cuenta el plazo de la deuda corporativa a emitir. Sin embargo, dichos índices no reflejan la totalidad de los riesgos que afectan las emisiones de deuda y que

<sup>25</sup> Se refiere a los 14 principios sobre GC que se plantean en el documento citado.

<sup>26</sup> La construcción de la matriz de valores de referencia y la determinación del índice fueron realizadas en conjunto con Pedro Espinosa Langle, autor del estudio sobre el caso de México.

son asumidos por la empresa, puesto que no consideran los riesgos relacionados con actividades en que incursiona la empresa pero que no forman parte de su estrategia de negocio. Tampoco consideran los riesgos asociados con la calidad de la administración de la empresa, que dependen directamente de la efectividad de sus sistemas de control interno.

Específicamente, la participación de los órganos de GC y los efectos del funcionamiento de los sistemas de control interno en la emisión de títulos de deuda de una empresa son aspectos que tienden a quedar fuera de las mediciones tradicionales de riesgos. Es por ello que se hace necesario contar con parámetros que incorporen estos aspectos y que sirvan como indicadores de carácter predictivo sobre los riesgos potenciales que, de cristalizarse, pueden tener consecuencias negativas en el futuro de la empresa y, por tanto, en su capacidad de pago.

La estructuración de indicadores preventivos sobre los aspectos relacionados con la GC de las empresas emisoras de instrumentos financieros es de especial interés para los organismos internacionales. En 2011 la OCDE publicó un informe sobre fortalecimiento de la gobernanza corporativa en América Latina, en que estableció una serie de políticas y recomendaciones aplicables a las empresas e instituciones emisoras de instrumentos financieros en general<sup>27</sup>. Dado que los títulos de deuda son un subconjunto de estos últimos, dichas recomendaciones son perfectamente aplicables a las empresas emisoras.

En relación con el establecimiento de indicadores sobre GC para las empresas emisoras<sup>28</sup>, en el capítulo 3 del citado informe (*Recommendations to strengthen policy and good practices*), apartado 3.3 (*Formalizing and disclosing the policies of institutional investors related to corporate governance of investee companies*), se señala específicamente que los IIs [inversionistas institucionales] deben formular claramente sus políticas relativas a gobiernos corporativos, ello incluye las políticas y procedimientos que tomen en consideración los gobiernos corporativos de empresas en las que invierten. Tales políticas y su cumplimiento por parte de los IIs deben ser comunicadas al mercado y sus clientes potenciales para asegurar la transparencia de las actividades de los inversionistas. La transparencia de las consideraciones hechas por un II sobre aspectos de gobernanza puede sustentarse mediante el desarrollo y aprobación de un código de gobiernos corporativos o de lineamientos que definan los puntos de vista y expectativas específicos del inversionista en términos de gobernanza de sus clientes potenciales. La adopción de estos estándares/lineamientos por parte de una compañía [emisora] podría considerarse también como una condición previa necesaria para que un inversionista institucional invierta en ella. Aún más, tales códigos constituyen un benchmark general que resulta útil para aquellas compañías que deseen mejorar sus prácticas de gobernanza<sup>29</sup>.

A continuación se presentan una “matriz de estándares” y un índice construido sobre la base de dichos estándares, los cuales están completamente alineados con las recomendaciones antes señaladas.

La aplicación de esos estándares tiene como objetivo elaborar un diagnóstico, con fines preventivos, sobre lineamientos relevantes en la emisión de títulos de deuda que deberían cumplir los órganos de GC de una empresa emisora a fin de transparentar efectivamente los riesgos inherentes a dichas emisiones y lograr disminuirlos.

Los estándares de GC definidos en el apartado D se han tomado como punto de partida para definir estándares específicos que tienen efectos identificables, sea directos o indirectos, en los procesos de emisión de obligaciones corporativas. En seguida, se les asignó a dichos estándares una ponderación y, finalmente, se construyó un índice. El detalle metodológico se presenta a continuación.

<sup>27</sup> OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (2011), *Strengthening Latin American Corporate Governance: The Role of Institutional Investors*, París, OECD Publishing.

<sup>28</sup> En el informe se hace referencia al término *investee companies*, que son las empresas emisoras de instrumentos financieros en que los inversionistas institucionales invierten en títulos o instrumentos.

## 1. Metodología para la definición y ponderación de los estándares y cuantificación de un índice

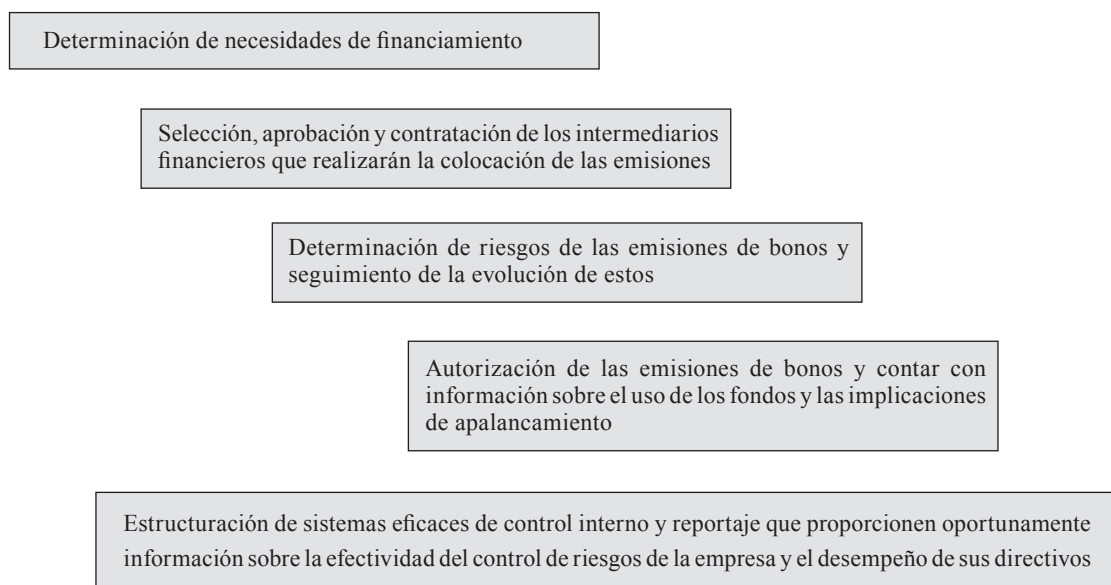
### a) Objetivo

Contar con una herramienta cuantitativa que refleje el nivel de riesgos de GC y de control interno relacionados específicamente con los procesos de emisión de títulos de deuda de una empresa.

### b) Etapas

- i) Identificación de las principales actividades, a nivel agregado, de los procesos de emisión de deuda corporativa. En el diagrama II.1 se señalan aquellas en que la GC tiene una responsabilidad directa. Como podrá observarse, las acciones específicas de control interno permean todas las demás actividades descritas. El orden en que se presentan no es indicativo de alguna precedencia en particular.

#### DIAGRAMA II.1 PRINCIPALES ACTIVIDADES DE LOS PROCESOS DE EMISIÓN DE DEUDA CORPORATIVA



Fuente: Elaboración propia.

- ii) Definición de los estándares de GC que inciden en los procesos de emisión de títulos de deuda (véase el recuadro II.1). Cabe señalar que los estándares propuestos fueron agrupados conforme las categorías establecidas en el apartado D.

**RECUADRO II.1**  
**ESTÁNDARES DE GOBERNANZA CORPORATIVA QUE INCIDEN EN**  
**LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA**

Categoría: papel del Consejo de Administración (CA)

1. El Consejo debe establecer los mecanismos que le aseguren información oportuna y confiable sobre todas las actividades de inversión y financiamiento que realice la empresa.
2. El Consejo solo podrá delegar responsabilidades y funciones en los comités corporativos presididos por un consejero externo independiente.

Categoría: estructura del Consejo de Administración

3. El tamaño adecuado del CA debe ser tal que le permita tomar decisiones en forma ágil.

Categoría: papel del presidente del Consejo

4. El presidente del Consejo deberá establecer los mecanismos conducentes a la selección de consejeros externos sobre la base del valor que aporten.
5. El presidente del Consejo deberá ser un consejero externo independiente.

Categoría: papel y selección de los consejeros

6. Los consejeros (internos y externos) deberán seleccionarse sobre la base del valor que puedan aportar al CA.
7. Los consejeros deberán mantenerse actualizados sobre las necesidades de la empresa y sus empleados.

Categoría: consejeros externos (o no ejecutivos)

8. Los consejeros externos deberán transparentar ante el Consejo cualquier conflicto de interés relacionado con la empresa del que tengan conocimiento.
9. El número de consejeros externos independientes deberá ser igual o superior al del resto de los consejeros.

Categoría: consejeros internos (o ejecutivos)

10. Los consejeros internos deberán firmar certificados que los responsabilicen legal y penalmente de la información que generen y difundan, así como de la omisión de divulgar información al Consejo.
11. El director de auditoría interna deberá ser un miembro del Consejo y reportar directamente ante este o alguno de sus comités.

Categoría: comité de auditoría

12. El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en control interno.
  - El auditor externo deberá ser contratado y responder directamente ante el comité.
  - El comité deberá aprobar los programas de auditoría interna y externa.
  - El comité deberá dar seguimiento a las observaciones de auditoría interna y externa.
  - El comité debe aprobar el diseño y funcionamiento del sistema de control interno, cuya parte central es la producción de informes. El comité es responsable de que se mantenga un sistema de generación oportuna de informes, especialmente sobre aspectos financieros, control de riesgos y desempeño de la empresa y de sus directivos.
  - El comité deberá elaborar informes periódicos para el director general y el Consejo sobre el cumplimiento o violación de las políticas de control interno.

(continúa)

## Recuadro II.1 (conclusión)

Categoría: comité de inversiones en activos financieros

13. El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en mercados financieros.
- El comité deberá estructurar la estrategia de inversión de los excedentes de tesorería de la empresa.
  - El comité deberá revisar, con adecuada periodicidad, la estrategia de inversión de la empresa.

Categoría: comité de financiamiento corporativo

14. El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en financiamiento corporativo.
15. El comité deberá dictaminar las necesidades de financiamiento y los mecanismos propuestos por la Dirección general.
- El comité deberá aprobar la selección y contratación de los intermediarios financieros que requiera la empresa para la colocación de títulos financieros emitidos por ella.

Categoría: comité de riesgos

16. El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en administración integral de riesgos.
- El comité deberá contratar agencias evaluadoras y recibir informes periódicos sobre la cartera de instrumentos financieros que mantenga la empresa.
  - El comité deberá dictaminar los reportes de riesgos financieros y de crédito relacionados con la cartera de inversiones en títulos financieros que mantenga la empresa, elaborados por su área de riesgos.
  - El comité deberá informar periódicamente el cumplimiento o desviación de la estrategia de inversiones por parte de la tesorería de la empresa.
  - El comité deberá presentar informes periódicos a la dirección general y al Consejo sobre la efectividad de la estrategia de inversiones.
  - El comité deberá elaborar un inventario de los riesgos no financieros relevantes de la empresa, especificando cuáles son cuantificables y cuáles no lo son.

- iii) Definición de los criterios que determinarán la importancia de los estándares específicos antes citados.

En el cuadro II.7 se presentan los criterios en términos de “acciones que se desea evitar” en los procesos de emisión de deuda y los elementos que los afectan directamente, mencionando asimismo a los responsables de dichas acciones. Todo esto conforma la base para determinar la ponderación o valor de referencia de cada estándar de GC. La numeración de los estándares corresponde a la establecida en la etapa 2.

**CUADRO II.7**  
**IMPORTANCIA DE LOS ESTÁNDARES DE GOBERNANZA CORPORATIVA**  
**EN LA EMISIÓN DE INSTRUMENTOS DE DEUDA**

Etapa proceso de emisión de deuda	Responsables directos	Acciones a evitar	Estándar N°	Peso relativo
Determinación de necesidades de financiamiento. Aprobación de intermediarios seleccionados para colocación de emisiones.	Comité de financiamiento corporativo, su presidente y sus miembros	Decisiones de financiamiento corporativo tomadas individualmente por director financiero o director general.  Conflictos de interés en selección de intermediarios para colocación de emisiones.	14	15,08%
Determinación de riesgos en emisión de bonos y seguimiento de su evolución	Comité de riesgos, su presidente y sus miembros	Determinación de riesgos incompleta y realizada individualmente por el director financiero. Falta de seguimiento de la evolución de los riesgos.	15	15,08%
Autorización de las emisiones de bonos y contar con información sobre uso de los fondos e implicaciones de apalancamiento.	Consejo de Administración (CA)	Los directivos de la empresa realizan emisiones de bonos sin autorización del CA, sin revelarle completamente sus implicaciones, o ambos.	1	15,08%
Estructuración de sistemas efectivos de control interno e información que den cuenta oportunamente de la eficacia del control de riesgos de la empresa y el desempeño de sus directivos.	Comité de auditoría	Falta de información sobre riesgos asumidos por la empresa y desempeño de sus directivos. Este aspecto es un factor fundamental para la determinación de los riesgos de relevancia que asume la empresa en la emisión de títulos de deuda.	12	18,85%
				<b>64,09%</b>
Elementos indirectos que afectan significativamente el proceso de emisión	Responsables corporativos directos	Acciones a evitar	Estándar N°	Peso relativo
Selección adecuada de consejeros internos y externos	Presidente del CA, accionistas y director general	Selección de consejeros sin atender al criterio del valor que aporten a la empresa y que no se involucren en la responsabilidad de las emisiones de deuda	6 7	7,57%
Actuación objetiva y responsable de consejeros externos	Presidente del CA, accionistas y director general	No señalar conflictos de interés que puedan presentarse en las emisiones de deuda	8 9	5,67%
Actuación responsable de consejeros internos	Presidente del CA y director general	No formalizar por escrito la responsabilidad de los consejeros internos en las emisiones de deuda	10 11	7,55%
Papel del presidente del Consejo de Administración	Presidente del CA	Selección deficiente de consejeros internos y externos e integración inadecuada de los comités corporativos.  El presidente del CA también ocupa el cargo de director general	4 5	5,66%
Estructura del Consejo de Administración	Presidente del CA, accionistas, director general	Tamaño del CA que no permita una dinámica ágil y efectiva en su desempeño para integrar adecuadamente a los comités y responsabilizarlos, en lo que corresponde, de las emisiones de deuda	3	0,94%
Delegación de responsabilidades, por parte del CA, a comités presididos por un consejero independiente	Presidente del CA y consejeros internos y externos	No autorizar emisiones de bonos y desconocer sus implicaciones, por parte del CA	2	5,67%
				<b>33,06%</b>
La siguiente situación no está directamente relacionada con el proceso de emisión de deuda, pero debe considerarse en la determinación de riesgos de la empresa:				
Definición de la estrategia de inversión de excedentes de tesorería como actividad complementaria a la determinación de las necesidades de financiamiento de la empresa	Comité de inversiones en activos financieros, su presidente y sus miembros	Las decisiones de inversión de excedentes de tesorería las toma individualmente el tesorero, el director general o el director financiero	13	2,85%
				<b>2,85%</b>

**Fuente:** Elaboración propia.



## 2. Estructuración de la matriz de valores de referencia y determinación del índice

Considerando los estándares y las ponderaciones de la etapa 3, se determinaron estándares específicos aplicables a los procesos de emisión de bonos —denominados “estándares de bonos”— que se presentan en forma de preguntas a fin de facilitar la evaluación de su cumplimiento. Una respuesta positiva significa cumplimiento del estándar: una negativa significa su incumplimiento. Las ponderaciones asignadas en la etapa 3 se distribuyeron en cada uno de estos estándares específicos, lo que se presenta en la “matriz de valores de referencia” (véase el cuadro II.8). La denominación responde al hecho de que los porcentajes asignados al peso relativo representan un patrón a alcanzar en cada uno de los estándares específicos.

Para la aplicación de esta matriz deberá considerarse un criterio binario: cumple o no cumple. Esto es, si el estándar se cumple a cabalidad, se le asignará el valor de referencia en su totalidad; de lo contrario, la asignación será cero. La suma de todos los valores de referencia es igual a 10 en el caso de cumplimiento completo de los estándares, suma que representa el “índice” de cumplimiento.

Cabe destacar que el índice tiene las ventajas y desventajas de un promedio ponderado. Esto significa que en un solo número puede obtenerse una idea del apego al estándar, pero deberán considerarse individualmente las calificaciones obtenidas respecto de cada “estándar para bonos” de la matriz a fin de conseguir información concreta sobre aspectos de particular relevancia.

A continuación se presenta la matriz de valores de referencia, donde la interpretación de las diferentes columnas es la siguiente:

- i) Categorías: corresponden a las categorías generales expuestas en la etapa 2.
- ii) Estándares: se refiere a los estándares definidos en la etapa 2 que tienen efectos directos en los procesos de emisión de bonos de las empresas.
- iii) Estándares para bonos: representan los estándares puntuales y específicos que deberán formar parte de los procesos de emisión de deuda.
- iv) Valor de referencia para bonos: representa el peso relativo o importancia que tiene cada uno de los estándares para bonos en los procesos de emisión de deuda. En la determinación de estos valores se tomaron en cuenta los diferentes actores y sus responsabilidades en los procesos de emisión.

**CUADRO II.8**  
**MATRIZ DE ESTÁNDARES DE GOBERNANZA CORPORATIVA**

Categorías	Estándares	Estándares para bonos	Valor de ref. para bonos
Papel del Consejo de Administración (CA)	1 El CA debe establecer los mecanismos que le aseguren información oportuna y confiable sobre todas las actividades de inversión (en activos financieros y no financieros) y financiamiento que realice la empresa.	1.1. ¿Autoriza la emisión de bonos, sea o no que el regulador requiera un prospecto de colocación?	0,377
		1.2. El prospecto del bono, ¿cumple con los requerimientos de oferta pública del regulador?	0,377
		1.3. ¿Se conoce el uso de los recursos en la estrategia empresarial y según proyecto, reestructuración de deuda, o ambos?	0,377
		1.4. ¿Se conocen las implicaciones y acciones relacionadas con las emisiones existentes y según niveles de apalancamiento?	0,377
2	El CA solo podrá delegar responsabilidades y funciones en los comités corporativos presididos por un consejero externo independiente.	2.1. ¿Se delega al comité de financiamiento corporativo el diseño y análisis de las emisiones?	0,189
		2.2. ¿Se delega al comité de riesgos el análisis de los riesgos financieros de las emisiones?	0,189
		2.3. ¿Se delega al comité de auditoría la definición de informes de control sobre las emisiones?	0,189

(continúa)

Cuadro II.8 (continuación)

Categorías	Estándares	Estándares para bonos	Valor de ref. para bonos
Estructura del CA	3 El tamaño adecuado del CA debe ser tal que le permita tomar decisiones en forma ágil.	3.1. ¿Tiene el CA un tamaño de 8 a 15 consejeros?	0,031
		3.2. ¿Tiene el Consejo como mínimo un 50% de consejeros externos?	0,031
		3.3. ¿Más de la mitad de los consejeros externos del CA son independientes?	0,032
Papel del presidente del CA	4 El presidente del CA deberá establecer los mecanismos orientados a la selección de consejeros externos sobre la base del valor que pueden aportar.	4.1. En la selección de algunos consejeros externos, ¿se priorizan sus conocimientos en finanzas y particularmente en materia de financiamiento corporativo?	0,189
	5 El presidente del CA deberá ser un consejero externo independiente.	5.1. El presidente del CA, ¿es un consejero externo independiente?	0,377
Papel y selección de los consejeros ejecutivos o internos y consejeros no ejecutivos o externos	6 Los consejeros (internos y externos) deberán seleccionarse sobre la base del valor que pueden aportar al CA.	6.1. ¿Tiene más del 50% de los consejeros internos conocimientos sólidos y actualizados sobre finanzas y financiamiento corporativo?	0,095
		6.2. ¿Tiene más del 50% de los consejeros externos conocimientos sólidos y actualizados sobre finanzas y financiamiento corporativo?	0,095
	7 Los consejeros deberán mantenerse actualizados en cuanto a las necesidades de la empresa y de sus empleados.	7.1. ¿Existe un programa sistemático de capacitación para los consejeros?	0,189
		7.2. ¿Cuentan con certificaciones en los temas financieros en que participan con decisión?	0,189
		7.3. ¿Se revisa periódicamente el desempeño de cada consejero externo?	0,189
Consejeros externos	8 Los consejeros externos deberán transparentar ante el CA cualquier conflicto de interés relacionado con la empresa del que tengan conocimiento.	8.1. ¿Los consejeros externos señalan cualquier conflicto de interés en el proceso de emisión de bonos?	0,189
		9 El número de consejeros externos independientes deberá ser igual o mayor al del resto de los consejeros.	9.1. ¿Hay tres o más consejeros externos por cada consejero interno?
		9.2. ¿Es un comité de consejeros independientes el que elige a los consejeros externos?	0,189
Consejeros internos	10 Los consejeros internos deberán firmar certificados que los responsabilicen legal y penalmente de la información que generen y difundan, así como de la omisión de divulgar información al CA.	10.1. ¿Firman los consejeros internos como responsables, legal y penalmente, de la información relevante en una emisión de bonos y sus implicaciones para la situación financiera de la empresa?	0,377
		11 El director de auditoría interna deberá ser un miembro del CA y responder directamente ante este o alguno de los comités corporativos.	11.1. ¿Es el director de auditoría uno de los integrantes del Consejo?
			11.2. ¿El director de auditoría responde directamente ante el CA o el comité de auditoría?
comités corporativos			
comité de auditoría	12 El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en control interno. El auditor externo deberá ser contratado y responder directamente ante el comité. El comité deberá: - aprobar los programas de auditoría interna y externa - dar seguimiento y atención a las observaciones de auditoría interna y externa - aprobar el diseño y funcionamiento del sistema de control interno- asegurar que se tenga un sistema de información efectivo, especialmente sobre aspectos financieros, control de riesgos y desempeño de la empresa y de sus directivos - elaborar informes periódicos para el director general y el Consejo sobre el cumplimiento o violación de las políticas de control interno	12.1. El comité de auditoría, ¿es presidido por un consejero externo independiente?	0,377
		12.2. El auditor externo, ¿es contratado y responde directamente ante el comité?	0,377
		12.3. El comité, ¿aprueba los programas de auditoría interna y externa?	0,377
		12.4. ¿Se cuenta con un sistema efectivo de información sobre financiamiento corporativo?	0,377
		12.5. ¿Se cuenta con un informe periódico sobre cumplimiento de las políticas de control interno en el uso de los recursos financieros de financiamiento?	0,377

(continúa)

Cuadro II.8 (conclusión)

Categorías	Estándares	Estándares para bonos	Valor de ref. para bonos
comité de inversiones en activos financieros	13 El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en mercados financieros.	13.1. El comité de Inversiones en activos financieros, ¿es presidido por un consejero externo independiente?	0,095
	El comité deberá estructurar la estrategia de inversión de los excedentes de tesorería de la empresa.	13.2. El presidente del comité, ¿tiene experiencia probada en materia de estrategias de inversión?	0,095
	El comité deberá revisar, con la periodicidad que se requiera, la estrategia de inversión.	13.3. ¿El comité sesiona por lo menos una vez al mes?	0,095
comité de financiamiento corporativo	14 El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en financiamiento corporativo.	14.1. El comité de financiamiento corporativo, ¿es presidido por un consejero externo independiente?	0,377
	El comité deberá dictaminar las necesidades de financiamiento y los mecanismos propuestos por la dirección general.	14.2. El presidente del comité, ¿tiene experiencia probada en materia de financiamiento corporativo?	0,377
	El comité deberá aprobar la selección y contratación de los intermediarios financieros que requiera la empresa para la colocación de los títulos financieros emitidos.	14.3. ¿Es el comité el que define las necesidades de financiamiento de la empresa y la forma de satisfacerlas?	0,377
		14.4. ¿Es el comité el que selecciona a los intermediarios financieros para la colocación de bonos emitidos por la empresa?	0,377
comité de riesgos	15 El comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en administración integral de riesgos	15.1. El comité de riesgos, ¿es presidido por un consejero externo independiente?	0,377
	El comité deberá contratar agencias evaluadoras y recibir de ellas un informe periódico de la cartera de instrumentos financieros que mantenga la empresa.	15.2. El presidente del comité, ¿tiene experiencia probada en administración integral de riesgos?	0,377
	El comité deberá dictaminar los informes de riesgos financieros y de crédito de la cartera de inversiones en títulos financieros que mantenga la empresa, elaborados por su área de riesgos.	15.3. El comité, ¿dictamina los informes de riesgos financieros que afronta la empresa?	0,377
	El comité deberá informar periódicamente sobre el cumplimiento y desviación de la estrategia de inversiones por parte de la tesorería de la empresa.	15.4. El comité, ¿presenta los riesgos de emisión de bonos emitidos por la empresa?	0,377
	El comité deberá presentar informes periódicos a la dirección general y al Consejo sobre la efectividad de la estrategia de inversiones.		
	El comité deberá elaborar un inventario de los riesgos no financieros relevantes a que está sujeta la empresa, especificando cuáles son cuantificables y cuáles no lo son.		
			10,000

Fuente: Elaboración propia.

## F. Aplicación de la matriz de estándares del índice a empresas del Brasil, Colombia y México

Los criterios contenidos en la matriz de estándares y el índice planteados en el apartado anterior fueron aplicados a diferentes empresas del Brasil, Colombia y México. En este apartado se presentan las cifras medias y algunas conclusiones generales derivadas de esa aplicación. El detalle del análisis será incorporado en cada uno de los estudios de caso.

Los valores obtenidos para los indicadores, que serán comparados con los valores de referencia de la matriz de estándares, se determinaron sobre la base de información pública de las compañías analizadas. Además, en algunos casos se realizaron entrevistas a directivos y consejeros. Los responsables de aplicar la matriz de estándares y determinar los índices para las diferentes compañías analizadas en cada país del estudio fueron los siguientes:

- i) Brasil: Germano Mendes de Paula, Karem Cristina de Sousa Ribeiro y Neirilaine Silva de Almeida
- ii) Colombia: Eulalia Sanin y Santiago Arteaga Iriarte
- iii) México: Pedro Espinosa Langle

En el cuadro II.9 se presenta el rango de valores obtenidos para cada uno de los estándares incluidos en la matriz y para el índice. Además, se calculó el promedio y la mediana de cada estándar y del índice. Esto se realizó en forma agregada, considerando el número total de empresas de los tres países.

A partir de la información antes descrita se identificarán aquellos aspectos que deberán reforzarse y se emitirán las recomendaciones respectivas.

**CUADRO II.9**  
**INFORMACIÓN AGREGADA DEL BRASIL, COLOMBIA Y MÉXICO**  
*(Valores de referencia según categoría de estándares)*

<b>Categoría I. El papel del Consejo de Administración</b>					
<b>Estándar 1: Autorización de emisiones y acceso a información</b>					
<b>Estándar para bonos</b>	<b>Benchmark</b>	<b>Máxima</b>	<b>Mínima</b>	<b>Media</b>	<b>Mediana</b>
1.1	0,377	0,377	0,000	0,2154	0,377
1.2	0,377	0,377	0,377	0,3770	0,377
1.3	0,377	0,377	0,377	0,3770	0,377
1.4	0,377	0,377	0,377	0,3770	0,377
El 50% de las empresas cumplen con el estándar 1.1, según el cual el Consejo de Administración debe autorizar las emisiones de bonos.					
<b>Estándar 2: Delegación de responsabilidades en comités</b>					
<b>Estándar para bonos</b>	<b>Benchmark</b>	<b>Máxima</b>	<b>Mínima</b>	<b>Media</b>	<b>Mediana</b>
2.1	0,189	0,189	0,000	0,0270	0,000
2.2	0,189	0,189	0,000	0,0810	0,000
2.3	0,189	0,189	0,000	0,0810	0,000
Más del 50% de las empresas no cumplen con estos estándares.					
<b>Categoría II. Estructura del Consejo de Administración</b>					
<b>Estándar 3: Tamaño adecuado</b>					
<b>Estándar para bonos</b>	<b>Benchmark</b>	<b>Máxima</b>	<b>Mínima</b>	<b>Media</b>	<b>Mediana</b>
3.1	0,031	0,031	0,000	0,0266	0,031
3.2	0,031	0,031	0,031	0,0310	0,031
3.3	0,032	0,032	0,000	0,0069	0,000
Más del 50% de las empresas no cumplen con el estándar 3.3, según el cual más de la mitad de los consejeros externos deben ser independientes.					

(continúa)

## Cuadro II.9 (continuación)

**Categoría III. El papel del presidente del Consejo de Administración****Estándar 4:** Mecanismos de selección de consejeros

Estándar para bonos	Benchmark	Máxima	Mínima	Media	Mediana
4.1	0,189	0,189	0,000	0,1080	0,189

**Estándar 5:** Presidente es consejero externo

Estándar para bonos	Benchmark	Máxima	Mínima	Media	Mediana
5.1	0,377	0,377	0,000	0,0539	0,000

En más del 50% de las empresas, el presidente del Consejo no es un consejero externo.

**Categoría IV. Papel y selección de consejeros (internos y externos)****Estándar 6:** Selección de consejeros sobre la base del valor que aportan.

Estándar para bonos	Benchmark	Máxima	Mínima	Media	Mediana
6.1	0,095	0,095	0,000	0,0204	0,000
6.2	0,095	0,095	0,000	0,0285	0,000

Más del 50% de las empresas no cumplen con estos estándares.

**Estándar 7:** Consejeros actualizados

Estándar para bonos	Benchmark	Máxima	Mínima	Media	Mediana
7.1	0,189	0,189	0,000	0,0675	0,000
7.2	0,189	0,189	0,000	0,0810	0,000
7.3	0,189	0,189	0,000	0,0872	0,0945

El 50% de las empresas cumple con revisar periódicamente el desempeño de consejeros (estándar 7.3); más de la mitad no cumple con el resto de los estándares.

**Categoría V. Consejeros externos****Estándar 8:** Transparentan información

Estándar para bonos	Benchmark	Máxima	Mínima	Media	Mediana
8.1	0,189	0,189	0,000	0,1350	0,189

**Estándar 9:** Número de consejeros externos independientes

Estándar para bonos	Benchmark	Máxima	Mínima	Media	Mediana
9.1	0,189	0,189	0,000	0,1620	0,189
9.2	0,189	0,189	0,000	0,0135	0,000

Más del 50% de las empresas no cumple con tener un comité independiente que seleccione a los consejeros externos.

**Categoría VI. Consejeros internos****Estándar 10:** Firma de responsabilidades

Estándar para bonos	Benchmark	Máxima	Mínima	Media	Mediana
10.1	0,377	0,377	0,000	0,1619	0,1890

Aproximadamente en la mitad de las empresas los consejeros internos formalizan la aceptación de sus responsabilidades.

(continúa)

## Cuadro II.9 (conclusión)

<b>Estándar 11:</b> Director de auditoría es miembro del Consejo.						
<b>Estándar para bonos</b>	<b>Benchmark</b>	<b>Máxima</b>	<b>Mínima</b>	<b>Media</b>	<b>Mediana</b>	
11.1	0,189	0,189	0,000	0,1215	0,189	
11.2	0,189	0,189	0,000	0,0405	0,000	
Al menos en un 50% de las empresas el director de auditoría interna es miembro del Consejo de Administración; en más del 50% de las empresas no responde ante el Consejo ni el comité de auditoría.						
<b>Categoría VII. Comité de auditoría</b>						
<b>Estándar 12:</b> Integración y responsabilidades del comité						
<b>Estándar para bonos</b>	<b>Benchmark</b>	<b>Máxima</b>	<b>Mínima</b>	<b>Media</b>	<b>Mediana</b>	
12.1	0,377	0,377	0,000	0,2424	0,377	
12.2	0,377	0,377	0,000	0,1077	0,000	
12.3	0,377	0,377	0,000	0,1885	0,377	
12.4	0,377	0,377	0,000	0,1616	0,000	
12.5	0,377	0,377	0,000	0,1885	0,000	
En más del 50% de los casos el comité es presidido por un consejero externo y aprueba los programas de auditoría, mientras que en más del 50% de las empresas el auditor externo no es contratado por el comité ni responde ante él.						
<b>Categoría VIII. Comité de inversiones en activos financieros</b>						
<b>Estándar 13:</b> Integración y responsabilidades del comité						
<b>Estándar para bonos</b>	<b>Benchmark</b>	<b>Máxima</b>	<b>Mínima</b>	<b>Media</b>	<b>Mediana</b>	
13.1	0,095	0,095	0,000	0,0204	0,000	
13.2	0,095	0,095	0,000	0,0339	0,000	
13.3	0,095	0,095	0,000	0,0407	0,000	
Más del 50% de las empresas no cumple con estos estándares.						
<b>Categoría IX. Comité de financiamiento corporativo</b>						
<b>Estándar 14:</b> Integración y responsabilidades del comité						
<b>Estándar para bonos</b>	<b>Benchmark</b>	<b>Máxima</b>	<b>Mínima</b>	<b>Media</b>	<b>Mediana</b>	
14.1	0,377	0,000	0,000	0,000	0,000	
14.2	0,377	0,377	0,000	0,1077	0,000	
14.3	0,377	0,377	0,000	0,1077	0,000	
14.4	0,377	0,377	0,000	0,0808	0,000	
Más de la mitad de las empresas no cuenta con este tipo de comité; entre aquellas que lo tienen, más de la mitad no cumple con los estándares.						
<b>Categoría X. Comité de riesgos</b>						
<b>Estándar 15:</b> Integración y responsabilidades del comité						
<b>Estándar para bonos</b>	<b>Benchmark</b>	<b>Máxima</b>	<b>Mínima</b>	<b>Media</b>	<b>Mediana</b>	
15.1	0,377	0,377	0,000	0,0269	0,000	
15.2	0,377	0,377	0,000	0,1077	0,000	
15.3	0,377	0,377	0,000	0,0808	0,000	
15.4	0,377	0,377	0,000	0,1346	0,000	
<b>VALORES DE REFERENCIA MEDIANA</b>						
<b>Índice</b>						
<b>Benchmark</b>	<b>Máxima</b>	<b>Mínima</b>	<b>Media</b>	<b>Mediana</b>		
10,000	9,623	1,162	4,3106	3,3635		

## 1. Algunas reflexiones sobre el indicador

Como puede observarse en el cuadro II.9, de las diez categorías señaladas que constituyen el indicador, las siguientes destacan por su importancia de acuerdo con la ponderación asignada:

	Categoría	Ponderación o valor de referencia
Papel del Consejo de Administración	I	2,075
Papel y selección de consejeros (int. y ext.)	IV, V, VI	2,079
Comité de auditoría	VII	1,885
Comité de financiamiento corporativo	IX	1,508
Comité de riesgos	X	1,508
		9,055

Los estándares correspondientes a estas categorías son los que se considera de mayor relevancia para las emisiones de títulos de deuda corporativa. Su cumplimiento traerá como consecuencia una determinación más precisa de los riesgos inherentes a dichas emisiones.

Es importante reiterar que el cumplimiento o incumplimiento de los estándares planteados en la matriz no refleja el desempeño total de la GC. Los resultados obtenidos deben interpretarse como indicadores preventivos sobre aquellos aspectos que una empresa tendría que reforzar para garantizar que las emisiones de títulos de deuda se realicen con pleno conocimiento de los responsables de la conducción de su estrategia y de los riesgos que representan.

Varios de los estándares planteados apuntan a un mejor desempeño general de la GC. Sin embargo, los valores obtenidos al aplicar la matriz y el índice desarrollados solo muestran su relevancia en el proceso de emisión de deuda.

Por tanto, si los esfuerzos se enfocan en atender los estándares establecidos para dichas categorías, se lograría una importante disminución de los riesgos de emisión de una empresa.

Al aplicar la matriz de estándares y calcular los índices correspondientes para cada una de las empresas analizadas, puede concluirse que al obtener un índice medio de 4,3106 y compararlo con el valor meta de 10,000 se abren áreas de oportunidad mediante la adopción de los estándares planteados. Se percibe una situación más apremiante si se constata que la mediana obtenida fue de 3,3635, pues indica que el índice de más de la mitad de las empresas fue inferior al promedio.

Un análisis más puntual de los valores obtenidos según categoría relevante permitirá determinar qué aspectos es preciso reforzar o atender. A continuación se presentan los valores medios por categoría:

	Categoría	Valor de referencia	Media	Media/ Valor de referencia
Papel del Consejo de Administración	I	2,075	1,5354	74%
Papel y selección de consejeros (int. y ext.)	IV, V, VI	2,079	0,9190	44%
Comité de auditoría	VII	1,885	0,8886	47%
Comité de financiamiento corporativo	IX	1,508	0,2962	20%
Comité de riesgos	X	1,508	0,3501	23%
		9,055	3,9893	44%

La categoría Papel del Consejo de Administración fue la que resultó mejor calificada al obtener un valor promedio de 1,5354 en comparación con el valor de referencia de 2,075. Esto quiere decir que los consejos cuentan con información sobre las actividades de inversión y de financiamiento que ejecuta la empresa (un 74% de cumplimiento = media / estándar).

Se observa claramente que los aspectos relacionados con el comité de riesgos y el comité de financiamiento corporativo requieren de atención especial por parte de las empresas consideradas en el estudio, pues son los que más se alejan del valor de referencia establecido para estas categorías. Dado que la mediana obtenida para los valores de ambos comités fue de 0,000, ello significa que al menos la mitad de las empresas consideradas no cumple con ninguno de los estándares al respecto.

Si bien las cifras correspondientes al comité de auditoría son ligeramente mejores, habrá que realizar esfuerzos adicionales para lograr el cumplimiento de los estándares involucrados, pues solo un 50% de las empresas cumple con la mitad de ellos.

En relación con el papel y la selección de consejeros, aspecto de especial relevancia para un buen desempeño de la GC, el cumplimiento de solo uno de los estándares (8.1) fue superior al 50%.

Si consideramos como buen desempeño que el cumplimiento de los estándares sea superior al 70%, como desempeño medio un cumplimiento del 70%, como desempeño bajo que supere el 40% y como desempeño deficiente que el cumplimiento sea inferior al 40%, la situación de las empresas a las cuales se les aplicó la matriz de estándares sería la siguiente:

Concepto asociado a un estándar	Estándares	Desempeño corporativo
El Consejo de Administración tiene información sobre las emisiones de bonos	1.2, 1.3, 1.4	bueno
El tamaño del Consejo es adecuado	3.2 3.1	bueno medio
Los consejeros externos señalan conflictos de interés	8.1	medio
El Consejo autoriza la emisión de bonos	1.1	medio
Se revisa periódicamente el desempeño de los consejeros externos	7.3	medio
Estructura adecuada del comité de auditoría y aprobación de planes de auditoría	12.1, 12.3	medio
Existen consejeros con conocimientos sólidos de finanzas y financiamiento corporativo	4.1 6.1, 6.2	medio deficiente
Número y selección adecuados de consejeros externos	9.1 9.2	medio deficiente
Funciones y responsabilidades de los consejeros internos	10.1 11.1	deficiente medio
Delegación de funciones hacia los comités de auditoría y de riesgos	2.1, 2.2, 2.3	deficiente
Director de auditoría responde ante Consejo o comité de auditoría	11.2	deficiente
Más del 50% de los consejeros externos son independientes	3.3	deficiente
El presidente del Consejo es un consejero independiente	5.1	deficiente
Los consejeros se mantienen actualizados	7.1, 7.2	deficiente
Selección de auditor externo y sistema efectivo de información	12.2, 12.4	deficiente
Información eficaz del comité de auditoría	12.5	deficiente
Funcionamiento del comité de financiamiento corporativo	14.1 al 14.4	deficiente
Funcionamiento del comité de riesgos	15.1 al 15.4	deficiente
Funcionamiento del comité de inversiones	13.1 al 13.3	deficiente



De lo anterior se desprende que las empresas analizadas tienen las siguientes áreas de oportunidad para mejorar su desempeño en materia de emisión de títulos de deuda:

- Selección de consejeros internos y externos, definición de sus funciones y formalización de sus responsabilidades. Es importante que existan mecanismos para asignar responsabilidades a los consejeros internos que generen información relacionada con los procesos de emisión de títulos de deuda.
- Conformación del comité de auditoría y apego a los estándares aún sin cumplir. Al respecto, es significativo que la mayoría de las empresas analizadas no cuenta con sistemas efectivos de control interno, que incluyen mecanismos ágiles de información sobre la administración de riesgos de la empresa.
- Estructura y funcionamiento del comité de financiamiento corporativo, inexistente prácticamente en todas las empresas analizadas. Es responsabilidad de este comité el análisis especializado de las implicaciones de las diferentes alternativas de financiamiento. Su existencia es de vital importancia.
- Estructura y funcionamiento del comité de riesgos, cuyas funciones no se encuentran definidas y tal vez ni siquiera se llevan a cabo de acuerdo con los estándares establecidos. Revelar los diferentes riesgos que enfrenta la empresa es la única manera de establecer medidas de mitigación efectivas. El hecho de transparentarlos al mercado generará expectativas positivas sobre el desempeño de la empresa.

## 2. Recomendaciones finales

- a) A la luz de los resultados obtenidos en el estudio de casos, se sugiere que las empresas emisoras de títulos de deuda lleven a cabo una revisión, de carácter preventivo, de la ejecución de los estándares propuestos y desarrollados en este documento y cuyo cumplimiento se analizó en una muestra de 13 empresas emisoras de deuda privada del Brasil, Colombia y México. Los resultados sobre aquellos aspectos de GC que requieren de atención y reforzamiento pueden ser indicativos de lo que sucede en otras empresas. Por tanto, al aplicar el indicador propuesto a las empresas emisoras de deuda se obtendrá un diagnóstico sobre el cumplimiento de los estándares clave aquí definidos y el análisis de cada una de las categorías permitirá desarrollar cursos de acción concretos. El objetivo es mejorar la exposición al riesgo de las emisiones de títulos de deuda que ellas realicen.

¿Por qué mejorar la GC en la emisión de deuda? La OCDE (2011)<sup>30</sup> incluye el concepto de riesgos de gobernanza (*governance risks*) y hace la siguiente recomendación a los reguladores e inversionistas institucionales: los legisladores y las agencias reguladoras de la región deben tomar medidas que generen condiciones razonables para que los IIs [inversionistas institucionales] incluyan eficientemente el análisis de gobernanza en sus procesos de evaluación de inversiones ... los reguladores de un país pueden concebir soluciones específicas para estimular a los IIs, cuyos portafolios estén sujetos a limitaciones regulatorias ... a restringir sus inversiones en compañías que no cumplan con estándares mínimos de gobiernos corporativos, permitiendo inversiones mayores en compañías que adopten ciertos requerimientos de gobernanza corporativa y de revelación.

<sup>30</sup> OCDE (2011), capítulo 3: Recommendations to strengthen policy and practices, sección 3.2: Distinguishing better-governed companies for investment purposes.

Por otra parte, señala que “los IIs deberán identificar e incorporar en sus portafolios mayores proporciones de compañías con mejores gobernanzas corporativas ... puesto que mejores gobernanzas crean valor para todos los accionistas en el largo plazo. Para lograr esto, deberán integrar evaluaciones de riesgos de gobernanza y de oportunidades en sus procesos de investigación y de análisis que realizan a sus clientes potenciales”.

- b) En el caso de las empresas del Estado, tal como lo señala CAF (2010), “en América Latina el Estado sigue siendo un importante propietario de grandes empresas, que operan en sectores clave como energía, transporte, comunicaciones y aguas. Es común observar que en estas empresas se generan problemas tales como: falta de consistencia entre sus objetivos y su mandato, poca claridad con respecto a las responsabilidades del directorio, ausencia de procedimientos de selección de directores y existencia de situaciones que evidencian conflictos de intereses. Por ello resulta importante encontrar un balance entre la responsabilidad del Estado al ejercer sus funciones como propietario y responsable de la gestión directa de las empresas”<sup>31</sup>. En este sentido, es aun más crítica la transparencia y rendición de cuentas de los órganos de gobernanza corporativa. En los estudios de caso se seleccionaron tres empresas estatales del sector extractivo, específicamente petróleo, y se analizó su GC en la emisión de deuda. Ello permitió observar las grandes diferencias de gestión existentes entre sí en cuanto al desempeño de ella (véase el recuadro II.2)<sup>32</sup>.

#### **RECUADRO II.2** **LA GOBERNANZA CORPORATIVA EN PETROBRAS, ECOPETROL Y PEMEX:** **TRES REALIDADES E INTERESES DISTINTOS**

Petróleo Brasileiro S.A. (PETROBRAS), la colombiana Ecopetrol S.A. (ECOPETROL) y Petróleos Mexicanos (PEMEX) son las empresas más grandes de sus respectivos países en términos de aporte al PIB. En el caso de PETROBRAS, ocupa el segundo lugar de importancia en el mundo. Dos de ellas tienen cerca de 50 años de existencia, siendo PEMEX la más antigua, con más de 70 años. Todas están en el negocio de exploración y producción, refinación, comercialización de petróleo y otros hidrocarburos, biocombustibles y petroquímica básica. En el caso de PETROBRAS, se agrega la distribución de electricidad y otras fuentes de energía renovables. Es importante resaltar que en cada caso el Estado es el principal accionista y controlador de la empresa.

La década de 2000 marcó un significativo proceso de expansión y reestructuración de estas empresas, acompañado de importantes colocaciones y emisiones de obligaciones. De igual manera, se realizó una reforma significativa de sus estatutos de gobernanza corporativa (GC). Al respecto, las tres empresas se preocuparon de garantizar un mejor desempeño de sus Consejos de Administración (CA) en la dirección estratégica de la organización.

Aun cuando la reestructuración de cada una de las empresas tuvo objetivos particulares, han coincidido en desarrollar estrategias de expansión a fin de posicionarse a nivel internacional. En el caso de Colombia, los cambios apuntaron a convertir a ECOPETROL en una sociedad pública por acciones, para lo cual modificó su estructura orgánica y adoptó voluntariamente prácticas de buena GC a fin de convertirse en un jugador de talla mundial en la industria de hidrocarburos. En cuanto

(continúa)

<sup>31</sup> En algunos países de América Latina, directorio es sinónimo de Consejo de Administración.

<sup>32</sup> La información del recuadro II.2 se obtuvo mediante la aplicación de la matriz de estándares en el Brasil, Colombia y México.

## Recuadro II.2 (conclusión)

a PETROBRAS, la mayor preocupación se orientó a los controles internos y la creación de comités para optimizar la gestión de riesgos, los controles financieros para evaluar el desempeño de los ejecutivos de la compañía y la asistencia al Consejo. PEMEX es un caso especial, ya que funciona como una sociedad de inversiones (*holding*) cuyas operaciones se realizan por medio de organismos subsidiarios (OS) y empresas filiales, mientras que Pemex Internacional (PMI) se encarga de las operaciones en el exterior (incluidas las colocaciones). Como organismo descentralizado, no cuenta con capital social ni accionistas, y al ser un 100% de propiedad gubernamental, no cotiza en la bolsa. En cambio, PETROBRAS y ECOPETROL sí cotizan en bolsa y cuentan con una participación minoritaria de accionistas privados generada por medio de ofertas públicas iniciales (IPO, por sus siglas en inglés), que requirieron de altos estándares de GC de las empresas.

Durante estos años, las tres empresas realizaron significativos procesos de emisión, tanto de acciones como de bonos. En la primera emisión de bonos de PETROBRAS, en 1998, el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) del Brasil jugó un papel muy importante y las siguientes dos ya fueron ofertas públicas, mostrando preocupación por una mayor pulverización de la oferta. En 2007, ECOPETROL salió a vender exitosamente acciones equivalentes al 10,1% de su capital social en la Bolsa de Valores de Colombia, obteniendo una sobre demanda del 150%. En 2008 colocó ADR en Nueva York y en 2009 la confianza adquirida le sirvió para emitir bonos corporativos externos de deuda no garantizada y no subordinada. En 2010 emitió deuda pública en el mercado local, teniendo una sobre demanda del 300%. Por su parte, las emisiones de bonos de PEMEX se clasifican dentro del segmento corporativo, siendo el segundo emisor más importante de deuda local, y el primero entre las empresas mexicanas que emiten eurobonos (47% del total). Sus eurobonos tienen una calificación equivalente a la de la deuda soberana y en el mercado local, la máxima calificación.

En términos de comités, la junta directiva o Consejo de Administración de ECOPETROL cuenta con cuatro de ellos: Auditoría, Compensación y nómina, Negocios y Gobierno corporativo. Los comités de Auditoría (interna y externa) y de Negocios (proyectos de inversión y apalancamiento) son clave en la emisión de instrumentos de deuda. Por su parte, en 2004 PETROBRAS puso en marcha el Sistema integrado de evaluación y métodos de control interno (Prisma), que fortaleció la GC y el cumplimiento de la Ley Sarbanes-Oxley (SOX). Mediante Prisma se creó el Comité de gestión de riesgos, con participación de empleados y ejecutivos de todas las áreas corporativas y de negocios. En 2010, con el nuevo modelo de GC, se estableció el Comité de Integración financiera que sustituyó al de gestión de riesgos. El nuevo comité está coordinado por la Junta de Finanzas, integrada por todos los gerentes ejecutivos del ramo.

Por su parte, en PEMEX se definieron exhaustivamente las atribuciones del CA y en la última reforma de GC se aumentó el número de consejeros a 15 mediante la incorporación de cuatro consejeros profesionales propuestos por el Ejecutivo y ratificados por el Congreso. Siguen teniendo un peso importante los representantes del Sindicato, uno de los más poderosos del país. En cuanto a los comités, existen siete de ellos, independientemente de los adicionales que el CA proponga: Auditoría y evaluación del desempeño; Estrategia e inversiones; Remuneraciones; Adquisiciones, arrendamientos, obras y servicios; Medio ambiente y desarrollo sustentable; Transparencia y rendición de cuentas y Desarrollo e investigación tecnológica. Cabe mencionar la existencia de un comité de Rendición de cuentas para reforzar la estructura de vigilancia de PEMEX y sus OS, conformado por el comisario del CA, el órgano interno de control, el auditor interno, el auditor externo y la Auditoría Superior de la Federación.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información proporcionada en los estudios de caso.

- c) Uno de los aspectos críticos de la GC es la selección de los consejeros o miembros del Consejo. Se recomienda que las empresas emisoras —y ello puede generalizarse a todas las empresas— pongan especial atención en los estándares relacionados con el papel y la selección de los consejeros.

Al respecto, la OCDE (2011) recomienda, en el documento dirigido a los inversionistas institucionales, que estos “deben contribuir al mejoramiento del funcionamiento de los Consejos de Administración de las compañías en las que invierten hasta donde les sea posible y redituable. La manera más efectiva de lograr esto es influenciando la composición de los Consejos. Esto resulta particularmente importante en América Latina debido a la alta concentración de propiedad, lo que ocasiona que el accionista mayoritario designe a todos o a la mayoría de los miembros del Consejo. Los IIs deberán buscar que los Consejos de las compañías en las que invierten tengan un número suficiente de consejeros no ejecutivos e independientes”<sup>33</sup>.

- d) En cuanto a las agencias calificadoras de riesgo, se recomienda que incorporen en su metodología de evaluación de riesgos de las emisiones de deuda el cumplimiento del conjunto de estándares propuestos en el documento, de tal forma que sus reportes incluyan no solo información sobre la capacidad de pago de la empresa emisora, sino también aspectos sobre los riesgos derivados del incumplimiento de los estándares de GC relacionados con la emisión de títulos de deuda de las empresas.

La OCDE (2011) sugiere además que “los reguladores en América Latina deben asegurar que las operaciones de estas instituciones [agencias calificadoras de riesgos de crédito, agencias calificadoras de gobernanzas corporativas y proveedores de servicios de consultoría] sean supervisadas adecuadamente ... Dichas agencias deben tomar medidas que aseguren la separación de los análisis de calificación que realicen y de otros servicios de consultoría que provean. Al ser remuneradas por los clientes a los cuales califican, ello puede generar incentivos para otorgar calificaciones más positivas que las que ameritan a fin de atraer más negocios”<sup>34</sup>.

También señala lo siguiente: “Mientras que... algunas agencias calificadoras [en varios países alrededor del mundo] han desarrollado criterios analíticos de gobernanza corporativa como un componente de su análisis y calificación de crédito, en la mayoría de los países de América Latina dichas agencias calificadoras no consideran, o recién han empezado a hacerlo, aspectos de gobernanza corporativa en sus análisis. En América Latina, agencias de crédito tradicionales podrían jugar un papel de mayor relevancia si consideraran aspectos de gobernanza corporativa en sus calificaciones, especialmente en una región en donde la baja liquidez y los grupos herméticos de control representan riesgos financieros altos para accionistas minoritarios”.

- e) Es importante que las instituciones que conforman la infraestructura de los mercados y que tienen la facultad de autorregularse (bolsas de valores y cámaras de compensación), así como los reguladores, establezcan mecanismos efectivos que les permitan identificar el cumplimiento de facto de los estándares y regulaciones de GC. Su aplicación en la forma puede darse al incorporarlos en los estatutos, reglamentos y manuales internos de las empresas, lo que no significa que funcionen en la práctica.

---

<sup>33</sup> OCDE (2011), capítulo 3: Recommendations to strengthen policy and practices, sección 3.8: Improving the functioning of boards of directors.

<sup>34</sup> OCDE (2011), capítulo 4: Additional steps: strengthening market forces, sección 4.2: The role of media, credit rating agencies, and advisory services.

Cabe mencionar que en algunos de los estudios de caso no se contaba con información pública detallada sobre el desempeño de la gobernanza de las empresas. Sin embargo, mediante entrevistas y otras fuentes fue posible obtener información más precisa sobre el verdadero funcionamiento de la GC. Esto nos lleva a pensar que muchas veces el origen de la falta de información pública no radica en la empresa, sino en la entidad que la solicita.

- f) Un tema parcialmente abordado en este documento es el “problema de agencia”. En los estándares establecidos en el apartado D se incluyeron estándares relativos a la evaluación del Consejo y, como parte de este, de sus consejeros internos y externos. Se trata de un tema de alcances más generales que los estándares desarrollados para la GC y su participación en la emisión de títulos de deuda.
- g) Finalmente, es importante señalar que la adopción de estándares y políticas encaminados a mejorar la GC no es un asunto trivial. La inercia corporativa puede ser difícil de cambiar. Se requiere de liderazgo decidido por parte del CA y de recursos para poder implementar los cambios necesarios en forma efectiva. La disminución de riesgos resultante bien vale la pena cuando se trata de adoptar estándares y mejorar las prácticas de gestión. Sin duda, los recursos y esfuerzos adicionales para lograrlo se traducirán en un balance costo-beneficio positivo.

## Abreviaturas y siglas

BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BIS	Bank for International Settlements
CA	Consejo de Administración
CCE	Consejo Coordinador Empresarial
CDO	Collateralized Debt Obligations
CEPAL	Comisión Económica para América Latina y el Caribe
EUA	Estados Unidos de América
FRC	Financial Reporting Council
GC	Gobernanza Corporativa
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFC	International Finance Corporation
IIs	Inversionistas Institucionales
Moody's	Moody's Investor Services Inc.
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OTS	The Office of Thrift Supervision
RMBS	Residential Mortgage Backed Securities
S&P	Standard & Poor's Financial Services LLC
WaMu	Washington Mutual Bank
WBG	World Bank Group



## Bibliografía

- Aldama y Miñón, Enrique de (2003), “Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas (“Informe Aldama”), Madrid, enero.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (2010), *Principles for Enhancing Corporate Governance*, Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, octubre.
- CAF (2010), *Lineamientos para el buen gobierno corporativo de las empresas del Estado*, Caracas.
- \_\_\_\_ (2006), *Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo. Eficiencia, equidad y transparencia en el manejo empresarial*, Caracas, marzo.
- CCE (Consejo Coordinador Empresarial de México) (2010), *Código de mejores prácticas corporativas*, México, D.F.
- FRC (Financial Reporting Council) (2011), *Guidance on Board Effectiveness*, Londres, marzo.
- \_\_\_\_ (2010a), *The UK Corporate Governance Code*, Londres, junio.
- \_\_\_\_ (2010b), *Guidance on Audit Committees*, Londres, diciembre.
- \_\_\_\_ (2008), *The Combined Code on Corporate Governance*, Londres, junio.
- IBGC (Instituto Brasileño de Gobernanza Corporativa) (2009), *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*, Brasilia.
- McKinsey (2011), “Boards: When Best Practice isn’t enough”, *McKinsey Quarterly*, junio.
- Núñez, Georgina, Andrés Oneto y Germano Mendes de Paula (coords) (2009), *Gobernanza corporativa y desarrollo de los mercados de capitales en América Latina*, CEPAL/Mayol, octubre.
- OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (2011), *Strengthening Latin American Corporate Governance: The Role of Institutional Investors*, París, OECD Publishing.
- \_\_\_\_ (2007), *Methodology for Assessing the Implementation of the OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Steering Group on Corporate Governance.
- \_\_\_\_ (2004), *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*, París.
- OCDE/CFI (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos/Corporación Financiera Internacional) (2010), “Achieving Effective Boards: a comparative study of corporate governance frameworks and board practices in Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Panama and Peru. Revised Draft for Discussion”, Global Corporate Governance Forum, febrero.



- OCDE/Banco Mundial (2009), “The Legal, Regulatory and Institutional Framework for Enforcement of Corporate Governance in Latin America: A comparison of Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Panama and Peru”, documento presentado en la décima reunión del Latin American Corporate Governance Roundtable, Santiago de Chile, diciembre.
- OICV (Organización Internacional de Comisiones de Valores) (2007), *Corporate Governance Practices in Emerging Markets*. Report from the Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions, diciembre.
- Senado de los Estados Unidos (2011), “Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse”, *Majority and Minority Staff Report*, Washington, D.C., Permanent Subcommittee on Investigations, 13 de abril.
- SOX (Sarbanes-Oxley Act de los Estados Unidos) (2002), Sections 302 (“Corporate Responsibility for Financial Reports”) y 404 (“Management Assessment of Internal Controls”), Washington, D.C.
- Superintendencia Financiera de Colombia (2007), *Código de Mejores Prácticas Corporativas*, Bogotá.

### **III. Emisión de títulos de deuda y gobernanza corporativa en el Brasil: Un análisis multicaseos**

*Germano Mendes de Paula<sup>1</sup>*

*Karem Cristina de Sousa Ribeiro*

*Neirilaine Silva de Almeida*

#### **A. Introducción**

La estructura de capital de las empresas se deriva de la combinación de recursos propios y de terceros. Con sus propios recursos, las Sociedades Anónimas (SA) pueden financiar sus actividades al ofrecer acciones en el mercado para atraer más accionistas. La opción de fuentes de terceros implica principalmente la emisión de títulos de deuda, el uso de los préstamos bancarios tradicionales o el empleo de líneas de crédito de bancos de desarrollo.

Para comprender el contexto brasileño actual, es pertinente el examen del período comprendido entre la década de 1970 y mediados del decenio de 1990. En aquellos años, prevalecía el negocio familiar, con pocas emisiones de acciones nuevas, debido a las preocupaciones de los propietarios por perder el control de los activos. Además, el ambiente del Brasil estaba afectado por la inestabilidad económica, la alta inflación, elevadas tasas de interés y un bajo crecimiento económico (Carvalho, 2002; Paula y otros, 2009; De Paula, 2009).

En este escenario, cabe señalar que la recaudación de fondos en el mercado de acciones en el Brasil era poca. Vieira y Corrêa (2002) resaltan que el número de empresas con acciones en el mercado de valores era bajo, y que los negocios se concentraban en un número reducido de compañías. Este

---

<sup>1</sup> Los autores agradecen los comentarios de Mario Dehesa, representante residente del FMI en la República Dominicana, y de los otros participantes del taller de expertos celebrado en la Ciudad de México en septiembre de 2011. Los errores y omisiones son de exclusiva responsabilidad de los autores.

hecho mostraba la baja liquidez entonces existente en el mercado de valores brasileño. Las líneas de financiamiento del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) posibilitaban una serie de ventajas (costo y tiempo atractivos) y restringían el empleo de otras fuentes de financiamiento. Por otro lado, los requisitos burocráticos y las limitaciones inherentes a la forma en que los recursos del BNDES debían ser usados acabaron por fomentar el mayor uso de otros tipos de recaudación de fondos (Fraletti; Eid Junior, 2005; Sheng, 2005). Así, las emisiones de valores —como pagarés, certificados por cobro de bienes inmobiliarios (CRI), fondos de derechos de crédito (FIDC) y, sobre todo, las obligaciones sin garantía hipotecaria (OSGH) que, hasta la década de 1990, no habían contribuido de forma significativa como fuentes de financiamiento— ganaron espacio en la gama de opciones de las empresas (Sheng, 2005; Paula y otros, 2009).

Entre las explicaciones del desarrollo del mercado de deuda brasileño se destacan la estabilidad económica creada después del Plan Real, la necesidad de financiamiento de las compañías, la ineficacia del sistema bancario como fuente de financiamiento a largo plazo, la demanda por los títulos de deuda y la infraestructura adecuada para el funcionamiento del mercado en cuestión (Saito; Sheng; Bandera, 2007). Sin embargo, la emisión de OSGH alertó sobre los factores de riesgo y los procesos de gestión necesarios para que las empresas garantizaran su capacidad de pago. De hecho, las compañías que emiten valores pasaron a compartir sus riesgos con muchos inversores, que les obligaron a ser más transparentes y detallar la información relativa a su gestión y sus resultados.

La liquidez del mercado de OSGH en el Brasil es aún pequeña, ya que el mercado secundario es prácticamente inexistente. Esto redundaba en que los acreedores deban llevar las OSGH hasta su vencimiento, lo que aumenta la posibilidad de conflictos de intereses entre accionistas y acreedores (Saito; Sheng; Bandera, 2007). En palabras de Sheng (2005, p. 61): “toda emisión de deuda corporativa genera conflictos entre acreedores y accionistas, también conocido como riesgo moral asociado con la financiación de la deuda.”

Los conflictos se producen cuando los intereses de una empresa son diferentes de los requeridos por los acreedores (Andima, 2008a). Por ejemplo, para comprender los problemas se considera, por un lado, la existencia de inversores que buscan beneficiarse del aumento de los dividendos o hacer inversiones de alto riesgo y, por otro, acreedores que intentan restringir el poder de los administradores para transferir riqueza o pretenden asegurar el derecho de recibir con antelación, si la calidad crediticia empeora (Saito; Sheng; Bandera, 2007).

En cuanto a identificar los riesgos del negocio, la calificación (rating), llevada a cabo por agencias especializadas, permite informarse sobre la situación de la entidad y su capacidad potencial para cumplir con sus obligaciones. Estas clasificaciones se basan en aspectos cuantitativos y cualitativos, tales como la reputación de la administración y la gestión de formularios, por ejemplo. En realidad, esto no se traduce en una verdad absoluta, sino en pistas sobre la capacidad de pago de la empresa. En consecuencia, los inversores —después de la autorización de las emisiones de títulos de deudas por las autoridades— deben buscar la información que permita rastrear las decisiones de los gerentes de las compañías a fin de certificar si las expectativas futuras de las agencias de calificación son ciertas (Sheng, 2005; Paiva; Savoia; Corrar, 2008).

Por lo tanto, parece adecuada la premisa de que la transparencia de información, la conducta de gestión empresarial y la gestión de los riesgos futuros pueden afectar la calidad de los títulos de deuda y la posibilidad de incurrir en un incumplimiento por parte de la empresa. Siguiendo este razonamiento, el empleo de los principios de gobernanza corporativa (GC), basada en los aspectos de la teoría de la agencia discutida por Jensen y Meckling (1976), puede ser una herramienta que proporciona una mayor transparencia y credibilidad a la información financiera, reduce las divergencias entre accionistas y acreedores y optimiza los controles internos y la toma de decisiones en las empresas. Como resultado, las empresas con mejores prácticas de GC tienden

a ser más transparentes acerca de sus riesgos y sus expectativas futuras, lo que podría atraerles recursos externos con mayores ventajas frente a otras empresas con un nivel inferior de GC (Silveira; Perobelli; Barros, 2008).

En resumen, el principal objetivo de este estudio es analizar el proceso de emisión de títulos de deuda corporativa en el Brasil, con un crecimiento en los últimos años y como parte de las opciones de financiación, teniendo como marco las prácticas de GC, que pueden influir en la gestión de riesgo de las organizaciones. Para ello, en la segunda sección se exponen los conceptos de GC y conflictos de agencia y se examinan las normas inherentes a los mercados de deuda y calificaciones en el Brasil. En la tercera sección se analiza la importancia de la deuda en comparación con otras formas de recaudación de fondos, destacando sus características y cambios más relevantes a lo largo de los años. En la cuarta sección se presenta un caso de estudio múltiple: la investigación de cómo la GC ayuda a gestionar el riesgo y a emitir títulos de deuda en seis empresas brasileñas, a saber, Petroleo Brasileiro (Petrobras); Bradespar; Diagnósticos de América (DASA); Klabin; Lupatech; e Inepar. En la quinta sección, se hace un análisis comparativo de los casos analizados tomando como referente el indicador y los estándares diseñados para este proyecto. Por último, en la sexta sección se plantean algunas consideraciones para el estudio, y recomendaciones sobre información adicional que puede mejorar la evaluación de los riesgos empresariales y, por ende, la calidad de la deuda que se emite.

## **B. Gobernanza corporativa, conflictos de agencia, reglamentación y calificación**

### **1. Gobernanza corporativa en el Brasil**

El tema de la GC tiene diferentes conceptualizaciones (Dami y otros, 2006). La Comissão de Valores Mobiliários, CVM (2002), por ejemplo, observa que la GC “es el conjunto de prácticas que tiene como objetivo optimizar el rendimiento de una empresa para proteger a todas las partes interesadas, incluidos los inversores, empleados y acreedores, facilitando así el acceso al capital” .

Carvalho (2002) conceptualiza la GC en general, señalando que se compone de los mecanismos que ayudan a la toma de decisiones de las empresas y que tiene como objetivo reducir al mínimo los conflictos de agencia. La GC está compuesta de valores, principios y normas que delimitan la gestión de las empresas, y sus objetivos son, entre otros, la protección de los inversores (Andrade y Rossetti, 2004). La Porta y otros (1999) esclarecen que los inversores que financian una empresa corren el riesgo de perder parte de su rentabilidad en función de los objetivos y las acciones de los controladores de esta, lo que convierte la GC en un mecanismo de protección.

Los asuntos relacionados con la GC ganaron notoriedad en la década de 1990, con la búsqueda de reglas que atenuaran las acciones para mantener los privilegios e intereses de los directores de empresas en detrimento de la maximización de la riqueza del accionista. En 1992, se publicó el Informe Cadbury, considerado el primer código de buenas prácticas de GC. Además, fue lanzado el primer código producido por una compañía —GM—, que llevó a la elaboración de directrices sobre el tema para cientos de empresas en los dos próximos años (IBGC, 2011).

En los años subsiguientes, el número de países que reconocieron la importancia de las prácticas de GC y la constitución de instituciones encargadas de promover el debate sobre el tema crecieron. En el Brasil, el Instituto Brasileño de Gobernanza Corporativa (IBGC) fue fundado en 1995. Esa entidad

sin fines de lucro contribuyó al desarrollo del entorno institucional y empresarial en el país mediante la divulgación del *Código de mejores prácticas de gobernanza corporativa* y la importancia de estas prácticas (IBGC, 2011).

En 2000, la BM&FBOVESPA implantó los segmentos diferenciados de GC, a fin de estimular el interés de los inversores en las negociaciones con empresas que tienen mejores prácticas de GC, interesadas por los derechos corporativos de los accionistas minoritarios, el aumento de la transparencia y la calidad de la información. Este evento fue considerado uno de los más importantes para la promoción de las prácticas de GC en el país (Rogers; Securato; Ribeiro, 2008; BOVESPA, 2011). En otras palabras, la creación de niveles se justifica solo por la posibilidad de identificar a las compañías que adoptan buenas prácticas de GC y, en consecuencia, dan mayor credibilidad y confianza al mercado.

Adscribir los segmentos al Nivel 1, Nivel 2 o Nuevo Mercado (NM) implica que la empresa debe comprometerse a adoptar voluntariamente las exigencias del segmento particular al que pertenece. La diferencia entre los niveles se corresponde con el grado de compromiso de la empresa. El Nivel 1 es el segmento con menor demanda, mientras que el NM contiene el mayor número de requisitos, y concentra más empresas comprometidas a utilizar un mayor número de prácticas GC adicionales a las establecidas por la ley. Véase más información sobre los requisitos principales para las empresas del Nivel 1, Nivel 2 y NM en el anexo 1. Desde la creación de los niveles, el número de empresas pertenecientes a los segmentos diferenciados de GC se ha incrementado. En mayo de 2011, de un total de 421 compañías con acciones en BM&FBOVESPA, 119 se encontraban listadas en NM; 39 en Nivel 1; 17 en Nivel 2 y, análogamente, 246 en el segmento tradicional.

En 2009, el IBGC, cuyos principios básicos son la transparencia, la equidad, la rendición de cuentas (*accountability*) y la responsabilidad corporativa, dio a conocer la cuarta versión del *Código de mejores prácticas de gobernanza corporativa*. Ese documento aborda las responsabilidades del Consejo de Administración (CA), la selección de sus miembros, la remuneración de los gestores, la coordinación del control interno y la administración de riesgos, entre otros (véase el anexo 2).

Además de resolver los problemas de transparencia, los conflictos entre administradores y propietarios de acciones y proteger a los accionistas minoritarios, el uso de prácticas de buena GC puede traer otros beneficios. La adopción de estas prácticas para mejorar la imagen corporativa permite a los inversionistas tener más seguridad en cuanto a sus derechos, acceder a mejor información e incurrir en un riesgo menor. La consecuencia en el mercado de valores es un aumento de las emisiones y de la liquidez (Andrade; Rossetti, 2004).

## 2. Conflictos de agencia

Los conflictos de agencia ocurren, por ejemplo, en situaciones en que el accionista (principal) traspasa a un administrador (agente) la responsabilidad de gestionar y tomar las decisiones organizacionales. El problema es que el accionista espera que su riqueza se maximice, pero el administrador puede optar por priorizar sus intereses personales en detrimento de los objetivos del propietario (Jensen; Meckling, 1976; Assaf Neto, 2003). En las palabras de Godoy y Marcon (2006, p. 173-174): “la eventual distancia existente entre lo que el principal espera y lo que efectivamente cumple el agente, se debe a que el agente tiene sus propios intereses – su satisfacción personal y la maximización de sus beneficios, entre otros”.

Además de las divergencias de intereses entre accionistas y administradores, existen conflictos entre los accionistas mayoritarios y minoritarios o entre los accionistas y los acreedores (Borini; Lucchesi, 2004). Los accionistas mayoritarios pueden aumentar al máximo sus intereses e ignorar los objetivos de los accionistas minoritarios. Los propietarios con participación menor en la compañía no pueden tener el mismo acceso a la información ni los mismos derechos que los controladores (Silva y otros, 2006).

El Brasil tiene una atmósfera favorable para los conflictos de agencia entre los accionistas mayoritarios y minoritarios, una vez que la propiedad accionaria se concentra en uno o en pocos accionistas (Silveira, 2002). De hecho, en la base de datos de Economática se observan 176 compañías activas con acciones negociadas en BM&FBOVESPA que informaron sobre su accionista principal con derecho a voto, tanto en 2001 (tolerancia de 12 meses) como en 2010 (tolerancia de 12 meses). Para esta muestra, se verificó que la participación media del accionista principal era del 62% en 2001, y después disminuyó marginalmente al 58% en 2010. A pesar de esa reducción, se nota que, en promedio, los accionistas principales de las sociedades retuvieron más del 50% de las acciones.

Los acreedores proporcionan los recursos a las compañías con la expectativa de recibir, además de la cantidad empleada, una remuneración que corresponde al riesgo de financiar tales entidades. Esperan que las organizaciones no asuman riesgos más grandes que los previstos en la fecha del suministro de recursos. Sin embargo, en las situaciones en que los accionistas deciden hacer inversiones más riesgosas, el hecho que de pueda aumentar el incumplimiento de contrato da lugar a conflictos de agencia entre accionistas y acreedores (Harris; Raviv, 1991; Weston; Brigham, 2004; Saito; Sheng; Bandera, 2007).

En el mismo sentido, la emisión de títulos de deuda puede causar conflictos de agencia cuando los accionistas están en condiciones de expropiar la riqueza de los acreedores por medio de un mayor pago de dividendos o de inversiones en proyectos muy riesgosos (Harris; Raviv, 1991; Saito; Sheng; Bandera, 2007). En el contexto legal, en general el Brasil es un país con características de garantías legales débiles, baja protección al acreedor y baja ejecución de la ley (*enforcement*).

En resumen, la GC es un instrumento pertinente para optimizar la relación entre los accionistas y los gerentes, para el tratamiento de equidad y la mejor coexistencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios, así como para facilitar la disponibilidad de información que ayude a los acreedores a evaluar los riesgos reales del funcionamiento de las empresas.

### 3. El factor “información” y la gobernanza corporativa

La retención y el secreto de información se consideran vitales para obtener y mantener el poder en las organizaciones. Sin embargo, debido a la exigencia de las inversiones en la bolsa de valores, la disponibilidad de informaciones para valorar la administración y el desempeño de la compañía se ha vuelto fundamental para la supervivencia de las organizaciones (Silva y otros, 2006). Según Gallon, Beuren y Hein (2008, pág. 142), “la mayor cantidad y calidad en la divulgación de la información contable, de una manera oportuna y uniforme para el mercado entero, además de proporcionar la credibilidad sobre los gerentes para los mercados de capitales, armoniza la igualdad de derechos entre los accionistas”.

De acuerdo con Braga Júnior y Almeida (2010), el valor de mercado de la sociedad varía en función de su transparencia. Específicamente, cuanto menor el suministro de información, mayores serán los riesgos. Así, la divulgación de información es pertinente para minimizar el escepticismo de los inversionistas y acreedores que, dependiendo de la incertidumbre sobre el desempeño de la organización y la falta de datos fiables sobre riesgos comerciales, pueden optar por no invertir en ciertas compañías (Rodríguez, 2003).

Custódio y otros (2006) ratifican que la revelación de datos empresariales es fundamental para reducir la asimetría de información de los inversionistas y acreedores. Los autores también arguyen que, como resultado de la GC, se mejoró la calidad de la información divulgada a los usuarios. Por consiguiente, la asimetría de información no debe existir (o por lo menos debería ser mitigada) en compañías con buenas prácticas de GC, pues priorizan el aumento de la seguridad de los inversionistas y acreedores y perfeccionan la cantidad y calidad de su información (Moreiras, 2010).

De acuerdo con IBGC (2009), es preciso poner a disposición de accionistas y acreedores información sobre aspectos de la situación de la compañía, la oscilación de su desempeño económico-financiero, sus riesgos, los factores que orientan las acciones empresariales, así como las decisiones que ayudan a crear valor organizacional (Fernandes; Souza; Faria, 2010; Braga Junio R; Almeida, 2010). Así, IBGC (2009) recomienda que la dirección identifique y mencione los riesgos principales de la organización, así como sus probabilidades de ocurrir y las medidas de prevención o mitigación que se adoptan. La intención es proveer informaciones para evaluar la calidad de la administración de la compañía y de los riesgos que pueden impactar sus operaciones.

En 2009, la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) aumentó el nivel de responsabilidad de la información proporcionada por la empresa de acuerdo a la Instrucción CVM 480/2009. Esta instrucción introdujo el Formulario de Referencia (FR) para reemplazar el Formulario de Información Anual, cuyos datos eran más estrictos. El FR es un documento que aporta una gran cantidad de información, especialmente sobre la historia de la emisión de títulos de deuda, la situación financiera, los datos de los auditores independientes, la política de retribuciones, los factores de riesgo que pueden afectar su situación financiera en el futuro y la gestión de las políticas de riesgo adoptadas por la empresa (Instrucción CVM 480).

Entre las razones para la creación de FR estaba el deseo de la CVM por tener un informe que funcionase como prospecto de carácter permanente. Por lo tanto, si una compañía quisiera hacer una oferta pública de acciones o de emisión de títulos de deuda, solo debería añadir información específica (Torres, 2011b). Los inversionistas y acreedores, por su parte, serían capaces de evaluar mejor el desempeño de la organización con acceso a la información más completa y coherente y conociendo tanto los hechos de lo que ocurrió en la empresa, como las opiniones, estimaciones y proyecciones (Pricewaterhousecoopers, 2010). La reflexión en torno a esta declaración debe elevar el nivel de GC de las sociedades que cotizan en el Brasil.

En cuanto a los riesgos, el FR debe proporcionar información de los inversores sobre el emisor, su controlador, sus accionistas, sus subsidiarias y compañías afiliadas, sus proveedores y clientes, además de la regulación del sector, entre otros. La Instrucción CVM 480 solicita que sean informadas las probabilidades de decisiones favorables o desfavorables en los procedimientos judiciales, para que los inversionistas y acreedores puedan considerar una posible pérdida al momento de decidir invertir en una empresa. Además, la organización debe describir los principales riesgos de mercado, destacando la estructura de control y gestión de políticas de riesgo asumida por la empresa, así como estrategias y herramientas utilizadas para manejar dichos riesgos.

En resumen, las compañías que aplican las recomendaciones pertinentes a la GC tienden a priorizar el suministro de información a los usuarios, tanto sobre los aspectos sociales como los económico-financieros y también a asesorar las decisiones de sus accionistas y acreedores con datos sobre los riesgos que pueden repercutir en su desempeño.

#### **4. Los reglamentos y la calificación de las emisiones de deuda en el Brasil**

Las OSGH tienen una gran representación en los títulos de deuda emitidos en el Brasil. Se consideran obligaciones tanto de mediano como de largo plazo, emitidas por sociedades anónimas destinadas a recaudar fondos en el mercado. Estas sociedades proporcionan a sus tenedores los derechos a recibir los montos invertidos y sus respectivos intereses (BOVESPA, 2011).

Hasta la década de 1960, el mercado de obligaciones estaba poco desarrollado en el Brasil. La Ley 4.728/1965 intentó cambiar esa realidad al definir las nuevas especificaciones para bonos

y determinar las condiciones que alentaron sus emisiones, como convertibles en acciones. Sin embargo, esta ley ha establecido los procedimientos para la emisión pública de obligaciones y ha fijado el valor de la equidad, no el valor del capital social, como el nuevo límite en las emisiones totales (ANBIMA, 2008b).

Sin embargo, la utilización eficaz de obligaciones ocurrió después de la promulgación de la Ley 6.385/1976, que creó la CVM, y la promulgación de la Ley 6.404/1976. El reglamento de la última ley presentada al mercado de capitales, incluye algunas directrices para el mercado brasileño de obligaciones, conforme se demuestra en el anexo 3. A raíz de los avances por la adopción de estas dos leyes, la década de 1980 fue el escenario de acontecimientos importantes para el desarrollo del mercado de obligaciones: a) la creación de la Central de Custodia y Liquidación Financiera de Títulos (Cetip) en 1986, que pretendía ser una central de compensación y custodia de los títulos privados; b) la Resolución n° 1401 del Banco Central en 1987, que colocó en igualdad de condiciones tributarias los títulos privados y los títulos públicos (ANBIMA, 2008b); y c) el desarrollo del Sistema Nacional de Obligaciones (SND) en 1988 por la Asociación Nacional de Instituciones del Mercado Financiero (ANBIMA), en asociación con Cetip, cuyo objetivo fue proporcionar mayor seguridad, transparencia y flexibilidad en las negociaciones.

A comienzos de la década de 1990, y a los efectos de los planes económicos (el Plan Collor y el Plan Collor II), el país vivió años de alto riesgo, tasas de interés e inflaciones altas, baja credibilidad del gobierno, estancamiento económico y aumento del desempleo. A mediados de la misma década, con la adopción del Plan Real se comenzó a fortalecer y desarrollar el mercado de capitales, con un creciente número de emisiones de obligaciones, que ahora constituyen un instrumento importante para la recaudación de fondos (ANBIMA, 2008b).

La CVM, con el fin de estimular aún más el mercado de bonos, aprobó la Instrucción CVM 404/2004. Esta instrucción establece las obligaciones estandarizadas, que posibilitan procedimientos simplificados de los registros, términos y condiciones establecidos en las obligaciones para el comercio de un segmento especial de la bolsa de valores. Otra motivación para el crecimiento de la emisión de obligaciones con respecto a la simplificación, a partir de la Instrucción CVM 476/2009, fue la de las ofertas distribuidas con esfuerzos restringidos. En esta declaración se cubren los pagarés, los títulos de crédito bancarios que no son de responsabilidad de una institución financiera, las obligaciones no convertibles en acciones, las cuotas de fondos de inversión cerrados y los valores respaldados por hipotecas o cuentas por cobrar de productos agroindustriales.

La Instrucción CVM 476/2009, sin embargo, limita la cantidad de emisiones para determinar en qué entidades no se puede “hacer otra oferta pública de la misma clase de valores del mismo emisor, con 4 (cuatro) meses a partir de la fecha de cierre de la oferta, a menos que la nueva oferta sea presentada al registro en la CVM”. Se debe considerar también que, para esas emisiones se requieren declaraciones por escrito de compradores o suscriptores para confirmar que estos valores de comercio de emisiones no están registrados en la CVM. Además, estas emisiones están sujetas a restricciones de negociación. En general, las ofertas de emisión de obligaciones en el marco de esta declaración se han incrementado considerablemente, ya que en 2010 la cifra era más del doble de la cantidad emitida en 2009, y abarca más del 50% del total de OSGH emitidas en 2010 (ANBIMA, 2010; SND, 2011). No obstante, el desarrollo de las emisiones de los bonos, el mercado secundario de estos títulos, todavía es relativamente pequeño y sin liquidez en comparación con otros países.

Otro aspecto por considerar son las obligaciones que tienen diferentes grados de riesgo, por lo que los inversionistas requieren mayor cantidad de información para evaluar si una empresa se ajusta o no a las disposiciones del folleto (ANBIMA, 2008b). Las calificaciones crediticias son instrumentos que ponen de relieve el riesgo de una determinada emisión. Por medio de un conjunto de procedimientos,



le asignan una nota, llamada calificación de riesgo (*rating*), que muestra el riesgo de incumplimiento (*default*) de una empresa (Brito; Corrar; Assaf Neto, 2009). Cabe señalar que la predicción de solvencia de un emisor de valores se realiza con metodologías específicas a cada agencia de calificación (Paiva; Savoia; Corrar, 2008).

La visión de Crouhy, Galai y Mark (2001) destaca el hecho de que la calificación de calidad va más allá de las cuestiones financieras o cuantitativas: abarca la gestión de la calidad, la reputación de los gestores y las empresas, los cambios en la legislación y el campo de la tecnología, así como cuestiones específicas. Por lo tanto, las opiniones de las agencias de calificación pueden ser diferentes, y no se traducen en verdades absolutas.

El desempeño de estas empresas de calificación en el Brasil comenzó a ser más representativo desde mediados de la década de 1990. Las instituciones financieras brasileñas, por ejemplo, empezaron a clasificar el riesgo en una escala que va desde AA hasta H en 1999, de acuerdo con la determinación de la Resolución 2682 /1999, del Consejo Monetario Nacional (CMN) (Brito; Corrar; Assaf Neto, 2009).

Esta sección se dedicó a un debate sobre la GC y el marco regulatorio; la siguiente comenta la evolución del mercado brasileño en la emisión de deuda.

### **C. Emisión de bonos en comparación con otras formas de financiación en el Brasil**

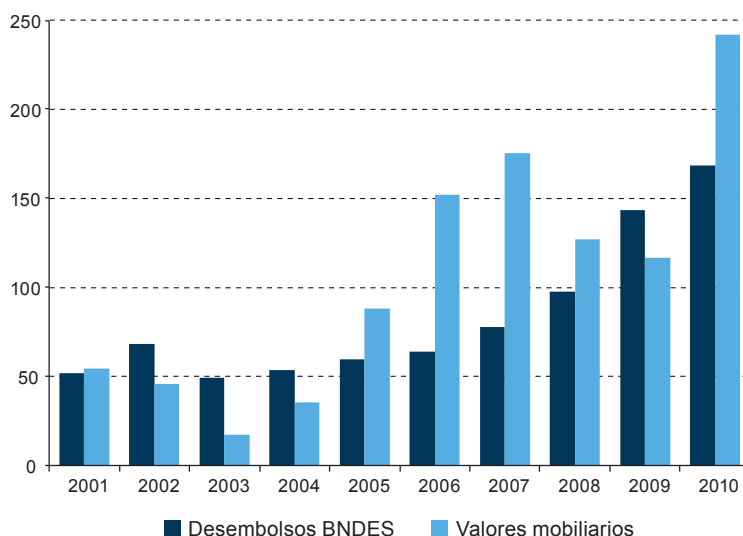
Como ya se mencionó, la fragilidad de la política macroeconómica y la alta inflación aumentaron los riesgos, lo que asustó a los inversionistas en la década de 1980 y mediados de 1990. Después del Plan Real, en 1994, la economía comenzó a estabilizarse. Pero en 2004, las operaciones de crédito en el Brasil siguieron siendo bajas. De acuerdo con la Asociación Nacional de Ejecutivos de Finanzas (ANEFAC), las operaciones de crédito en el país representaron solo el 25% del PIB, mientras que el promedio internacional era superior al 100%.

Desde el año 2004, beneficiada por un entorno internacional más favorable, la recaudación de fondos de otras fuentes comenzó a ser más relevante. Esto se evidencia al comparar los desembolsos del Sistema BNDES, fuente de financiamiento en el Brasil, con las emisiones de valores mobiliarios. El gráfico III.1 muestra los valores indexados por el Índice General de Precios, IGP-M. Se observa que los desembolsos del BNDES —en valores constantes— aumentaron de 54.000 millones de reales a 168.000 millones de reales, mientras que las emisiones de valores mobiliarios se expandieron de 36.000 millones de reales a 234.000 millones de reales, respectivamente. Estos valores han sido actualizados a diciembre de 2010, cuando el tipo medio de cambio fue de 1 dólar por 1,69 reales.

Cabe destacar que el BNDES influye constantemente en el desarrollo del mercado de deuda corporativa, por medio de la adquisición de valores en ofertas públicas. En 2010, para fomentar emisiones más focalizadas en el largo plazo y estimular una mayor liquidez en el mercado secundario, el BNDES comenzó a imponer ciertas condiciones a las empresas para adquirir sus títulos. Entre ellas, el Banco ha exigido que las empresas no expresen la remuneración de sus valores como un porcentaje de los certificados de depósito interbancario (CDI) y que no se incluyan disposiciones para la amortización anticipada con un vencimiento menor a siete años (BNDES, 2010).

Además, el BNDES firmó un acuerdo con la BM&FBOVESPA, con el objetivo de desarrollar los segmentos de renta fija y variable. Con ello se buscaba estimular la oferta primaria y secundaria de la renta fija, además de las ofertas de OSGH. Incluso antes de estas iniciativas de BNDES y BM&FBOVESPA, ya se observa la creciente importancia de los mercados de valores mobiliarios. Desde 2005, las emisiones de títulos (acciones, obligaciones, pagarés, CRI y FDIC) fueron superiores a los desembolsos del BNDES en todos esos años, excepto en 2009 (véase el gráfico III.1).

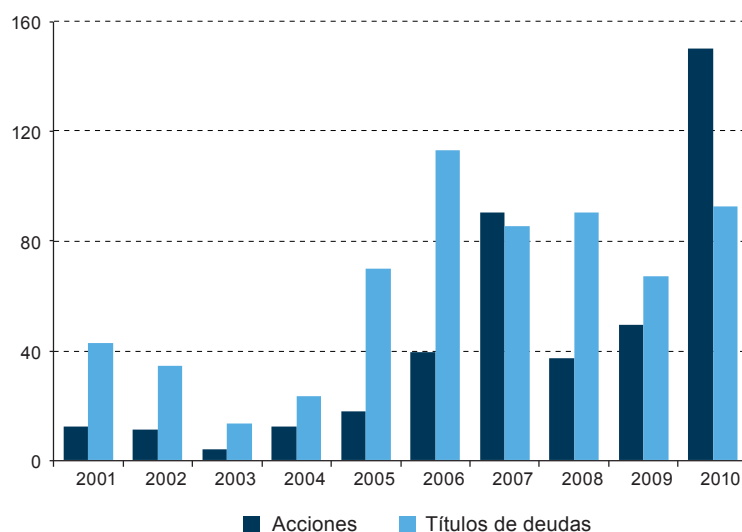
**GRÁFICO III.1**  
**BRASIL: DESEMBOLSOS DEL BNDES Y EMISIÓN**  
**DE VALORES MOBILIARIOS, 2001-2010**  
*(En miles de millones de reales actualizados)*



Fuente: CVM y ANBIMA disponibles en el sitio web de la SND, 2011; BNDES, 2011.

El gráfico III.2 compara la evolución de la emisión de dos tipos de valores mobiliarios: acciones y títulos de deuda. A excepción de 2007 y 2010, las emisiones de títulos de deuda fueron superiores a las de las acciones. De hecho, el volumen de la deuda pasó de 24.000 millones de reales en 2004 a 92.000 millones de reales en 2010, en valores constantes. En el caso de las obligaciones, los valores respectivos fueron de 13.000 millones de reales y 52.000 millones de reales.

**GRÁFICO III.2**  
**BRASIL: EMISIÓN DE ACCIONES Y TÍTULOS DE DEUDA, 2001-2010**  
*(En miles de millones de reales actualizados)*



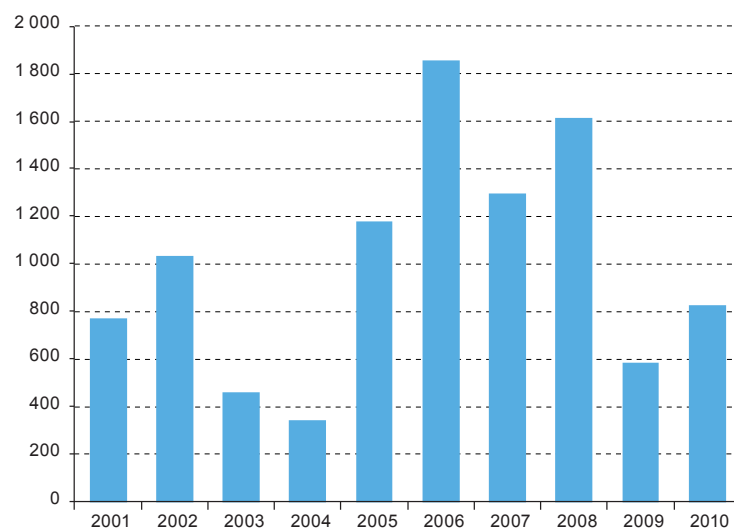
Fuente: CVM y ANBIMA disponibles en el sitio web de la SND, 2011.

En cuanto a la representatividad de cada una de esas emisiones en relación con el valor mobiliario total, se destaca una parte considerable de obligaciones. Las emisiones de OSGH representaron el 36% de los títulos transados en el período 2001 a 2010, solo superadas por la emisión de acciones (42%). El resto se distribuyó entre los pagarés (11%), FDIC (9%) y CRI (2%).

A partir de 2009, con la llegada de la Instrucción CVM 476, que autorizó la emisión de obligaciones con esfuerzos restringidos, un cambio ocurrió en la escena brasileña, ya que las empresas comenzaron a optar por las emisiones sin registro en la CVM. De hecho, en 2009, el porcentaje de obligaciones que no fueron registradas (dispensadas o con esfuerzos restringidos) representó el 60% del total emitido, y aumentó al 70% el año siguiente. En aquellos años, las obligaciones dispensadas fueron equivalentes a solo el 4% y el 1% de las OSGH totales, lo que confirma que los mayores volúmenes de obligaciones siguieron las directrices de la Instrucción CVM 476.

El gráfico III.3 muestra el valor medio de las obligaciones para el período 2001-2010. Hubo una gran diferencia entre las cifras anuales, que oscilan entre 344 millones de reales en 2004 y 1.900 millones de reales en 2006. Para todos los años, el promedio fue de 1.000 millones de reales, lo que demuestra que esta fuente de recaudación de fondos se sigue limitando sobre todo a las grandes empresas.

**GRÁFICO III.3**  
**BRASIL: PROMEDIO DE OBLIGACIONES REGISTRADAS EN LA CVM**  
*(En millones de reales)*



Fuente: CVM, 2011.

Conviene mencionar que, durante el período 2000-2010, hubo un cambio significativo en la composición de endeudamiento de empresas no financieras en el Brasil. La participación de los préstamos extranjeros se redujo del 42,2% al 8,2%, respectivamente. Del mismo modo, la proporción de los préstamos bancarios en el país aumentó del 29,4% al 42,5%; la importancia relativa del financiamiento del BNDES, del 14,9% al 26,1%; la participación de los títulos de la deuda, del 7,7% al 15,5%; y la del crédito rural, del 5,8% al 7,7% (ROCCA, 2011).

Es necesario también comparar los costos financieros de las OSGH y de los préstamos bancarios en el Brasil. Por ejemplo, en marzo de 2007 el costo del crédito bancario fue, en promedio, alrededor de 1.200 puntos básicos por encima de la tasa del depósito interbancario (DI). Esta

diferencia se redujo drásticamente a partir de septiembre de 2007, para llegar a 550 puntos básicos en diciembre de 2008. La expansión observada en el primer semestre de 2009 se eleva de nuevo a un nivel de alrededor de 800 puntos básicos. Con respecto a las obligaciones, el margen (*spread*) a partir de 2004 y hasta mediados de 2008 fue muy inferior —en el orden de 80 puntos base—, cifra que aumentó considerablemente a partir de septiembre 2008 a 250 puntos básicos, lo que demuestra el impacto de la crisis en el premio de riesgo pagado por las compañías emisoras de títulos de la deuda (Cemea, 2010). Igual, la diferencia de los costos financieros de las OSGH y de los préstamos bancarios es aún muy grande en el Brasil.

Las emisiones medias registradas en 2010 en la CVM tuvieron el segundo mayor valor monetario de la época. Sin embargo, este año no figura entre los que han tenido el mejor promedio. Esto subraya el predominio de obligaciones que siguieron las directrices de la Instrucción CVM 476 dentro del total de las emisiones de estos títulos de deuda, debido a que facilita su uso por parte de las empresas más pequeñas.

En cuanto a la promoción del mercado de obligaciones en el Brasil, en 2010 el Ministro de Hacienda, Guido Mantega, dijo que las negociaciones de dichos valores en el país todavía fueron modestas. No obstante, cualquier descenso en el efecto del costo de las obligaciones podría expandir este mercado y captar financiación a largo plazo para las empresas brasileñas (Reuters, 2010). Oliveira (2011), uno de los creadores de la SND, señaló que, además de reducir los costos de impuestos, algo sugerido por el gobierno, las obligaciones aún deben ser popularizadas para alcanzar mayor madurez y volumen de transacciones. Por otra parte, destacó que se debe considerar la indexación de los tipos de interés de las obligaciones, porque implican riesgos, y la cultura de los inversores (individuales) es no tratar bien las pérdidas. A su vez, Paula y otros (2009) discuten las ventajas —en términos de riesgos más pequeños— de los bonos del gobierno en comparación con las obligaciones del sector privado.

El mercado de títulos de deuda internacional, a su vez, es también una herramienta importante de financiación externa para los países en desarrollo. El mercado brasileño, por ejemplo, logró atraer un significativo monto de capital extranjero en función del exceso de liquidez en la economía global (De Paula, 2009). Esto fue evidente después de la crisis mundial de 2008, cuando entre los países de América Latina, el Brasil fue el que más absorbió flujos de capitales internacionales. Entre enero de 2009 y abril de 2011, la deuda externa del Brasil aumentó un 42,4%. Esto se produjo sobre todo por las expectativas de ganancias de las empresas brasileñas de productos básicos (*commodities*), el diferencial de intereses y la falta de recursos internos para financiar la inversión a partir de 2009 (Carta IEDI, 2011).

Sin embargo, el abundante flujo de capitales hacia los países emergentes tiende a no ser continuo. En tiempos de contracción de este flujo, hay variaciones en los precios de las divisas y rápida aceleración de la inflación, que culmina con una subida de las tasas de interés (Carta IEDI, 2011). Por lo tanto, para proteger la alta volatilidad de las tasas de interés y de los tipos de cambio, las compañías brasileñas utilizaron instrumentos derivados como ayuda en la gestión de riesgos (COUTINHO, 2010). Farhi y Borghi (2009) señalan que las empresas de mercados emergentes como China, Corea del Sur, la India, México y el Brasil tuvieron importantes pérdidas debido a la crisis financiera de 2008, debido a que muchas tenían operaciones de derivados que, después de la alta volatilidad que ha afectado a los mercados y las consiguientes pérdidas registradas, no desempeñaron su función protectora.

En resumen, la economía brasileña, a pesar de la inestabilidad experimentada en el pasado, ha permitido el crecimiento de la emisión de obligaciones como una de las opciones de financiación para las empresas. Las prácticas de GC, cada vez más empleadas en las empresas brasileñas, también se convirtieron en aliados en la búsqueda de una mayor transparencia y el respeto entre los acreedores, inversores y accionistas en el desarrollo de los mercados de emisiones del Brasil (ANBIMA, 2008b).

En el Brasil, el predominio de la concentración de emisiones de títulos de deuda en unos pocos sectores y la baja liquidez del mercado secundario son cuestiones que merecen atención. Sin embargo, las cifras de las obligaciones y otros valores de mercado de capitales alcanzaron un récord en 2010, y mostraron buenas perspectivas. El pronóstico de ANBIMA (2010) indica que el BNDES disminuirá su participación en el mercado en los próximos años y que la demanda de recursos por la vía del mercado de capitales debe ganar un nuevo impulso en el país (ANBIMA, 2008b; ANBIMA, 2010).

En esta sección se mostró la importancia de las obligaciones en el escenario brasileño, las características de estas emisiones y las razones por las que las empresas consideran la emisión de obligaciones para financiar sus actividades. En la próxima sección se analizadas seis experiencias de compañías brasileñas que emitieron títulos de deuda.

## **D. Un análisis de varios casos brasileños**

En el contexto de las prácticas de GC y las emisiones de deuda en el mercado brasileño, se busca delinear más específicamente la calidad de la emisión de valores de empresas en el Brasil. Para ello se analizaron seis casos que ponen de relieve algunas de las situaciones encontradas en el contexto nacional.

### **1. Petrobras**

Petrobras, establecida en 1953, es una empresa controlada por el gobierno brasileño, con operaciones en los siguientes sectores: exploración y producción, refinación, comercialización y transporte de petróleo y gas natural, productos petroquímicos, distribución de petróleo, electricidad, biocombustibles y otras fuentes de energía renovables. En las décadas posteriores a su creación, Petrobras creó Petroquisa (1967), con operaciones en el sector petroquímico, y Petrobras Distribuidora (1971), con operaciones en el comercio y la distribución de productos de petróleo en el Brasil (PETROBRAS, 2011a).

En febrero de 1998, la compañía ofreció 43.000 obligaciones en una oferta privada, por medio de la suscripción exclusiva por el BNDES. El monto recaudado fue de 384 millones de dólares. Estas obligaciones, cuya remuneración ascendió al 2,5% anual por encima de la tasa de interés de largo plazo (TJLP), han programado su vencimiento a febrero de 2015 (PETROBRAS, 2011a).

En mayo de 2002, Petrobras convocó una asamblea para promover una reforma a su estatuto que, entre otras, tenía la intención de establecer “directrices de GC” destinadas a garantizar el buen funcionamiento del Consejo de Administración (CA) para orientar la estrategia de la empresa, supervisar la gestión de los directores y defender los intereses de todos los accionistas (PETROBRAS, 2002b; PETROBRAS, 2011a). También en 2002, más allá de la modificación legal, el CA aprobó el “Código de mejores directrices prácticas de gobernanza corporativa” y el reglamento interno del CA y sus comités, y actualizó el “Código de ética”, creado en 1998 (PETROBRAS, 2011b). Esto no fue suficiente para blindar la empresa estatal de la injerencia del Estado como propietario. Yokoi (2010) comenta que Petrobras logró, en 2010, una de las más exitosas ofertas de acciones de todos los tiempos, cuando se recaudaron casi 70.000 millones de dólares para el mantenimiento de las reservas de capa pre-sal de petróleo. La operación —valorada por la prensa internacional como la piedra angular de la presencia financiera del Brasil en el mundo— dejó, sin embargo, varias críticas al gobierno federal en el papel de accionista mayoritario. En general, la mayor oposición se presenta porque el gobierno ha sentado malos precedentes para el

mercado de capitales mediante la creación de maniobras dirigidas específicamente a incrementar su participación en la compañía.

En agosto de 2002, la empresa procedió a la segunda emisión de obligaciones no convertibles en acciones. Se vendieron 750.000 obligaciones a valor nominal de 1.000 reales, que ascienden a un total de 242 millones de dólares, con vencimiento a diez años. Estos recursos han fortalecido el capital de trabajo de la empresa y fueron destinados a proyectos de modernización y desarrollo tecnológico, así como al pago de la deuda financiera (PETROBRAS, 2002a; PETROBRAS, 2011b). Atlantic Rating consideró que estos bonos eran de excelente calidad y menor riesgo, lo que indica que Petrobras sería capaz de hacer el pago total de intereses y principal en la fecha de vencimiento. Moody's opinó que la empresa tenía la mayor capacidad y menor posibilidad de pérdida respecto de los demás emisores locales.

En cuanto a la tercera emisión, celebrada en octubre de 2002, Petrobras introdujo una cláusula que proporcionaba la reserva de hasta el 6,5% de la oferta para los inversores individuales o compañías (siempre que no se consideren inversores institucionales). Esta era una novedad respecto de la segunda emisión, y fomentó la popularidad de este instrumento financiero. Las principales características de esta tercera emisión eran: a) clase: no convertibles; b) número de obligaciones: 775.000; c) valor nominal: 1.000 reales; d) período: ocho años. En la misma dirección que los fondos recaudados en la edición anterior, se han destinado 204 millones de dólares a pago de deudas, inversiones en proyectos internos y suministro de recursos para recursos de caja (PETROBRAS, 2002b).

El prospecto de oferta pública mostró la estructura de la empresa. En aquel año, fue elaborado por el CA (nueve miembros), la Junta Ejecutiva (seis directores y un presidente) y el Consejo Fiscal (cinco miembros). Los riesgos presentados en el folleto se resumen, básicamente, en los siguientes aspectos:

- Posibles cambios de la política monetaria sobre divisas, créditos y otros que afectan a la economía brasileña;
- Impactos de la elección presidencial de 2002;
- Devaluación de la moneda y la inflación;
- Impactos de las condiciones económicas de los países emergentes;
- Crisis energética;
- Volatilidad de los precios del petróleo;
- Gasto de recursos relativos a la responsabilidad por daños ambientales;
- Aumento de la competencia y la posibilidad de pérdida de participación de mercado;
- Procedimientos administrativos y judiciales en curso;
- Conflictos laborales, huelgas, paros y protestas;
- Posibilidad de conflictos de intereses entre el gobierno federal, accionista mayoritario, y los otros accionistas y acreedores de la empresa;
- Baja liquidez del mercado secundario de obligaciones brasileñas.

Petrobras no señalaba la existencia de un comité formal y específico para la gestión de riesgos en su prospecto, pero insistía en que estos riesgos se gestionarían bajo la guía de sus directores. También destacó que utilizaba contratos como los intercambios (*swaps*) para proporcionar cobertura (*hedge*) contra el riesgo de cambios en los precios de importación y exportación. Se evaluaban las operaciones de cobertura contra cambios en las tasas de interés, el tipo de cambio y los precios de productos básicos (*commodities*) con medidas de valor en riesgo (VAR) (PETROBRAS, 2002b).

Las obligaciones de la tercera emisión fueron calificadas AAA por Atlantic Rating. Esto significaba que, al igual que los títulos de la segunda emisión, la agencia de calificación consideraba los títulos de excelente calidad y menor riesgo. Además, estos títulos tenían muy pocas posibilidades de impactos por eventos inesperados. SR Rating, a su vez, informó que Petrobras presentaba garantías máximas. Al año siguiente, la tercera emisión de los bonos recibió con la máxima calificación asignada por Fitch en su escala de calificaciones nacionales para Brasil. Esta clasificación fue válida para las operaciones de la compañía a finales de 2010, cuando ocurrió el vencimiento y el pago de estos títulos (SND, 2011).

En 2004, Petrobras puso en marcha el Sistema Integrado de Evaluación y Métodos de Control Interno (Prisma), que aumentó las acciones de la GC y el cumplimiento de la Ley Sarbanes-Oxley (SOX). Uno de los resultados de este proyecto fue la creación del Comité de Gestión de Riesgos, con participación de empleados y ejecutivos de todas las áreas corporativas y de negocio. En 2010, en respuesta al nuevo modelo de GC desarrollado por la empresa, el Comité de Integración Financiera se estableció para sustituir al Comité de Gestión de Riesgos. El nuevo Comité está patrocinado por la Junta de Finanzas, y está integrado por todos los gerentes ejecutivos de finanzas. Además de estos, los gerentes de las áreas de negocio también participan en los debates sobre temas específicos. Las responsabilidades de este Comité son evaluar la exposición a riesgos financieros y establecer directrices para medir, monitorear y administrar el riesgo relacionado con las actividades de Petrobras (PETROBRAS, 2011a).

La nueva estructura de GC de la compañía está formada por el CA, la Junta Ejecutiva, el Consejo Fiscal, y algunos comités, detallados a continuación:

- Auditoría: evaluar las actividades de auditoría interna e independiente y supervisar la mejora de los sistemas de control interno;
- Medio ambiente: evaluar y gestionar los riesgos ambientales y asesorar al CA en los asuntos relacionados con los temas ambientales;
- Remuneración y sucesión: proponer la estructura de remuneración para los miembros del CA y la Junta Ejecutiva, así como supervisar el rendimiento de los directivos;
- Negocios: alinear el progreso de la actividad desarrollada por la empresa de gestión de Petrobras y las directrices del Plan Estratégico de la compañía.
- Integración: asistir al Comité de Negocios y la Junta Ejecutiva con informaciones.

Los aspectos relacionados con el CA, la Junta Ejecutiva y el Consejo Fiscal de Petrobras se resumen en el cuadro III.1.

Ha habido una mayor preocupación por los controles internos y se han creado comités para optimizar la gestión de riesgos y los controles financieros para evaluar el desempeño de los ejecutivos de la compañía y la asistencia al CA. Por ello se consideró que Petrobras, a pesar de cotizar en el mercado tradicional de BM&FBOVESPA, ha ido mejorando sus prácticas de GC desde 2002, cuando realizó la segunda emisión de obligaciones. Por otra parte, se insiste en que la organización todavía tiene títulos no vencidos, percibidos por Fitch como los de mejor calidad que se encuentran en el mercado brasileño. No se prevé que la empresa tenga problemas de retraso o incumplimiento con los tenedores de OSGH.

En la experiencia de Petrobras, al comparar las tres emisiones, se observa que la primera fue negociada exclusivamente con el BNDES, mientras que las siguientes han sido ofertas públicas. Más importante aún, esto último ya incluye la preocupación por la mayor pulverización de la oferta. Por otro lado, aun cuando se reconozca que la colocación de obligaciones fue un éxito, todavía es frustrante que la empresa no haya vuelto a recurrir a esta fuente de financiación desde 2002.

### CUADRO III.1

## FUNCIONES DE LOS MIEMBROS DE LA ESTRUCTURA DE GOBERNANZA CORPORATIVA DE PETROBRAS

Papel y responsabilidades del Consejo de Administración	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Promover la prosperidad de la empresa a largo plazo y actuar siempre teniendo en cuenta los intereses de todos los accionistas.</li> <li>• Garantizar el cumplimiento de prácticas de GC. Hacer cambios en la empresa cuando sea necesario.</li> <li>• Supervisar las acciones de gestión del CA.</li> <li>• Deliberar sobre la emisión de OSGH.</li> <li>• Establecer las políticas generales de la compañía, incluyendo la gestión estratégica de negocios y la gestión financiera, de inversiones, ambiental y de recursos humanos.</li> </ul>
Papel y responsabilidades de los directores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Está compuesto por un presidente y seis consejeros elegidos por el CA.</li> <li>• La junta debe autorizar la recaudación de fondos, la obtención de préstamos y financiamiento en el país o en el extranjero, incluida la emisión de títulos de deuda.</li> </ul>
Papel y responsabilidades del Consejo Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El Consejo Fiscal se realiza de forma permanente.</li> <li>• Se compone de cinco miembros, con mandato de un año. Permite la reelección y la presencia de un representante de los accionistas minoritarios, un representante de los tenedores de acciones preferentes y tres representantes del Gobierno Federal.</li> <li>• El Consejo debe dar su opinión sobre los consejeros y las propuestas que se presentan a la Asamblea General relacionadas con: cambios en el capital, la emisión de obligaciones o de suscripción, planes de inversión o de los presupuestos, y la distribución de dividendos y la transformación, fusión o división de la compañía.</li> </ul>
Estructura del Consejo de Administración	<ul style="list-style-type: none"> <li>• De los directores, siete son representantes del accionista de control, uno es representante de los accionistas minoritarios titulares de acciones ordinarias y uno de los tenedores de acciones preferentes.</li> <li>• Mandato de un año.</li> </ul>
Selección de directores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El CA es elegido por la Asamblea General.</li> <li>• La Junta Ejecutiva es elegida por el CA, con observación de la capacidad profesional y notable conocimiento y experiencia en las respectivas áreas de contacto en que estos directores actuarán.</li> </ul>
Evaluación del desempeño de gobernanza corporativa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El Comité de retribuciones y sucesión propone al CA las metas de desempeño de los miembros de la Junta Ejecutiva.</li> <li>• El CA evalúa el desempeño del presidente y los directores de la compañía cada seis meses, según los criterios aprobados para ello.</li> <li>• El CA evalúa su desempeño anualmente, sobre la base de criterios que ha establecido y siguiendo las directrices de los documentos de GC de la empresa, tales como reglamentos, directrices de GC, código de buenas prácticas y reglas de procedimiento del CA. Esta evaluación no es formal.</li> </ul>
Alineamiento de administración - alta dirección y control interno	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El comité de auditoría supervisa la mejora de los sistemas de control interno.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en la remuneración de los Directores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El comité de retribuciones y sucesión propone al CA la estructura de remuneración de los miembros del CA y de la Junta Ejecutiva, incluidos los sueldos, las bonificaciones y otros incentivos.</li> <li>• La Asamblea General establece, cada año, el monto total o individual de la retribución, así como los límites de su participación en los beneficios, sujetos a las disposiciones de la legislación específica.</li> <li>• La retribución de los miembros del Consejo Fiscal es fijada por la Asamblea General.</li> <li>• Los miembros del CA tienen su retribución mensual fija en una décima parte del promedio mensual de los miembros de la Junta Ejecutiva.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en gestión de riesgos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los directores de Petrobras se encargan de gestionar el riesgo empresarial.</li> <li>• Se ha adoptado una filosofía de gestión integral de riesgo, mediante la que el enfoque de la gestión no está en el riesgo individual —de las operaciones o unidades de negocio— sino en la perspectiva consolidada de la corporación.</li> <li>• En el uso de derivados, Petrobras opera con una política de gestión de riesgos restrictiva, y supervisa su protección con un estricto control.</li> <li>• El Comité de medio ambiente evalúa la gestión de riesgos ambientales y de seguridad en el trabajo que puedan afectar a la empresa, a raíz de las medidas adoptadas para mitigar y controlar estos riesgos.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en la protección al accionista minoritario	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La compañía se preocupa por las opiniones, sugerencias y recomendaciones de los accionistas minoritarios y se compromete a seguir todos los requisitos de la ley relativos a la protección de sus derechos.</li> <li>• Los accionistas minoritarios tienen derecho a elegir al menos uno de los directores de la empresa. Además, los accionistas comunes (con derecho a voto) tienen un derecho de adhesión (<i>tag along</i>: derechos de venta de acciones por accionistas minoritarios cuando el control de la compañía es alienado) equivalente al 80%.</li> <li>• Las disputas entre los accionistas se resuelven por medio del arbitraje.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en la revelación de la información	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se opera para frenar el uso de información privilegiada y dispone que las revelaciones pertinentes se hagan de manera uniforme a todos los inversores y analistas, para que estén al corriente de la información antes de las operaciones del mercado de capitales o a su cierre. El director de relaciones con inversores debe informar a la CVM y BM&amp;FBOVESPA. La información debe ser publicada en los principales periódicos y en Internet.</li> </ul>

Fuente: PETROBRAS, 2011.



## 2. Bradespar

Bradespar, creada en el año 2000 tras la división parcial de Banco Bradesco, tiene la premisa de invertir en empresas líderes de la industria, que se diferencian por los rendimientos de largo plazo, tales como Vale (minería) y CPFL Energía (generación y distribución de energía eléctrica). Por lo tanto, Bradespar se puede clasificar como un consorcio (*holding*) financiero.

En 2001, en Bradespar se mostró un deseo por adscribirse a las mejores prácticas de GC, por lo que se unió formalmente al Nivel 1 de GC de BM&FBOVESPA y se comprometió a seguir las directrices de este segmento. A lo largo de sus operaciones, la compañía aumentó el capital un par de veces con el uso de las reservas y la oferta pública de acciones a inversores (BRADESPAR, 2011a). En 2004, por ejemplo, la empresa ofertó acciones preferenciales y recaudó más de 380 millones de dólares, que corresponde a la segunda más grande oferta en el mercado bursátil del Brasil durante ese año (BRADESPAR, 2009).

En 2005, Bradespar concedió un derecho de adhesión (*tag along*<sup>2</sup>) superior al determinado por la ley. A partir de entonces, los accionistas preferenciales tienen ahora el derecho a recibir el 80% de la cantidad pagada por cada acción del bloque de control, mientras que los accionistas propietarios de acciones ordinarias tienen el derecho de adhesión equivalente al 100% del importe pagado al controlador, en caso de transferencia del control de la empresa (BRADESPAR, 2009). Por lo tanto, es una empresa que puede considerarse de prácticas más avanzadas en la GC que el promedio de las empresas brasileñas.

En enero de 2009, Bradespar celebró su primera emisión de obligaciones, que constó de 610.000 bonos no convertibles por un valor nominal correspondiente a 1.000 reales; es decir, una oferta de 265 millones de dólares. El plazo de estas obligaciones es de tres años. La compañía comunicó en su prospecto algunos riesgos importantes, tales como:

- La tasa de interés, la política monetaria, los controles de cambio y la inflación;
- La inestabilidad cambiaria;
- Su condición de sociedad de inversión, cuyo rendimiento depende del resultado de las compañías en que invierte;
- La posibilidad de falta de acceso a fuentes adicionales de financiación;
- La posibilidad de malas inversiones en el futuro;
- La falta de liquidez de las obligaciones;
- La posibilidad de descenso en la calificación de riesgo;
- La posibilidad de vencimiento anticipado.

Fitch Ratings clasificó los títulos de Bradespar como de buena calidad, lo que indica que la empresa tiene un riesgo de crédito muy bajo en relación con el de otros emisores brasileños (SND, 2011). Las fuentes de mercado calcularon que la demanda de las obligaciones de Bradespar llegó a ser diez veces el monto ofrecido.

La madurez de los títulos de deuda de Bradespar era de tres años. Sin embargo, en mayo de 2009, la compañía vendió las acciones con derecho a voto de la CPFL Energía y liquidó parcialmente las obligaciones emitidas (Bradespar, 2009). En junio de 2009, al darse cuenta de la posibilidad de obtener tasas de interés más atractivas en el mercado, prepagó la totalidad de esta emisión, que había

---

<sup>2</sup> Se refiere a los derechos de venta de acciones por accionistas minoritarios cuando el control de la compañía fue alienado.

costado el 125% del certificado de depósito interbancario (CDI). El siguiente mes, emitió dos series de OSGH y se comprometió a pagar interés del 105% de la CDI para los títulos con un plazo de doce meses y del 108% para los de 24 meses, lo que significó que sus costos de endeudamiento bajaran considerablemente. Hay, por tanto, una gestión financiera más activa, lo cual es comprensible en el caso de un consorcio financiero (*holding*).

La primera serie de la segunda emisión (con plazo de un año) permitió recaudar 72 millones de dólares, mientras que la segunda serie de la segunda emisión (con una duración de dos años), significó otros 342 millones de dólares. El monto de 414 millones de dólares se utilizó para reembolsar los pagarés emitidos en enero de 2009 y para fortalecer el capital de trabajo de la empresa (Bradespar, 2011b). La calificación de estas dos series fue ligeramente mejor que la emisión original.

Para comprender mejor el escenario de la clasificación de Bradespar, el informe de Fitch Ratings destacó la existencia de riesgos relacionados con la naturaleza de las actividades de la empresa. El riesgo radica en el hecho de que los resultados de Bradespar varían en función del rendimiento y otros aspectos intrínsecos a las operaciones de las empresas en las que invierte. Sin embargo, la agencia calificadora destacó el potencial de conglomerado financiero Bradesco y la inversión en el Vale y CPFL Energía, que le concedió una cierta estabilidad financiera y un flujo importante de dividendos, lo que refleja el bajo riesgo de los valores de la empresa (Valor Económico, 2010). Por lo tanto, la probabilidad de Bradespar de presentar un incumplimiento en su segunda emisión de OSGH fue prácticamente nula. De hecho, en julio de 2010, Bradespar liquidó las primeras series de la segunda emisión de bonos sin problemas (Bradespar, 2011b). La segunda serie de bonos fue pagada en julio de 2011.

Para el control de riesgos de las obligaciones pendientes, más allá de la calificación, los inversores tenían acceso a la información pertinente del FR. En este documento, presentado en 2010, Bradespar destacó diversos aspectos relacionados con sus actividades, tales como: la historia de las operaciones comerciales; la lista de riesgos de las empresas en que invierte; la lista de procesos judiciales, sus características, la posibilidad de pérdidas financieras y las reflexiones contables de cada situación; los procedimientos de carácter confidencial; las responsabilidades de los administradores y consejeros; y la remuneración de los directivos de la empresa.

En resumen, el FR proporcionó información que permitió mayor transparencia y aumentó la posibilidad de comprobar los riesgos que pueden afectar la actividad de la empresa, así como los procedimientos de protección que se adopten. La mayor transparencia que ofrece este informe es una de las bases de la GC.

En julio de 2011, Bradespar promovió la tercera emisión de obligaciones, una vez más dividida en dos series. La primera serie, con vencimientos de un año, fue de 186 millones de dólares. A su vez, la segunda serie, con un plazo de dos años, permitió la recolección de 327 millones de dólares. Existe el compromiso de pagar tasas del 104% por los papeles de CDI con un plazo de doce meses y el 105,5% por 24 meses, para obtener nuevamente la disminución de los costos de financiamiento. No se pudieron obtener datos sobre la clasificación de esta emisión.

La organización está básicamente conformada como se presenta en el folleto informativo distribuido en la tercera emisión. La estructura se compone del CA, la Junta Executiva y el Consejo Fiscal, aunque este no es permanente. Además, la empresa no tiene comités de ayuda al CA. En resumen, los aspectos relevantes de la GC de Bradespar se presentan en el cuadro III.2.

En resumen, Bradespar adopta las mejores prácticas de GC que figuran en el Nivel 1 de BM&FBOVESPA desde 2001. Además, la introducción de la Instrucción CVM 480 dio a los inversionistas la oportunidad de aprender más sobre el riesgo real de la empresa mediante el RF. En el caso específico de estas dos emisiones de obligaciones, el RF no podía ser utilizado antes de las emisiones, sino una vez producida su primera publicación en mayo de 2010.

### CUADRO III.2 ESTRUCTURA DE GOBERNANZA CORPORATIVA DE BRADESPAR

Papel y responsabilidades del Consejo de Administración	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Administrar los asuntos de la empresa y los planes estratégicos y la toma de decisiones de los directores.</li> <li>• Autorizar a la Junta a pedir prestado y renunciar a sus derechos.</li> <li>• Autorizar la emisión de los pagarés y OSGH.</li> <li>• Aprobar el pago de dividendos o intereses sobre el capital.</li> </ul>
Papel y responsabilidades de los directores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El Presidente del CA debe administrar operativa y administrativamente la sociedad, establecer normas internas y de funcionamiento y proponer la presentación de preguntas al CA.</li> <li>• Los directores en general coordinan y dirigen las actividades de sus áreas e informan al Director Presidente.</li> <li>• Proporcionan apoyo administrativo y operacional en el desarrollo de las actividades de la empresa y la estructura de sus servicios operativos.</li> </ul>
Estructura del Consejo de Administración	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El CA se compone de ocho miembros, con mandatos de un año.</li> <li>• Sin información sobre consejeros independientes.</li> </ul>
Papel y responsabilidades del Consejo Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El Consejo Fiscal no es permanente.</li> <li>• No se aclaran cuáles son las obligaciones del Consejo Fiscal.</li> </ul>
Selección de directores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La Junta Ejecutiva es elegida por el CA. El CA determina la cantidad de directores que serán elegidos y designa, entre los directores electos, el que ocupará el papel de director presidente.</li> <li>• La Asamblea General de Accionistas elige el CA y los miembros del CA.</li> </ul>
Evaluación del desempeño de la gobernanza corporativa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los mecanismos para la evaluación del CA son muy simplificados, sobre la base de objetivos y metas establecidos para el período comprendido en la planificación estratégica corporativa.</li> <li>• La evaluación de los órganos está a cargo del Presidente del CA.</li> <li>• El Director Presidente coordina la actuación de los funcionarios bajo su supervisión y el seguimiento de su rendimiento.</li> </ul>
Alineamiento de administración - alta dirección y control interno	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bradespar actualiza constantemente todos los componentes del sistema de controles internos con el fin de mitigar las pérdidas potenciales derivadas de su exposición al riesgo.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en la remuneración de los directores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• En las asambleas anuales de accionistas, se establecen las remuneraciones máximas para el Consejo Fiscal y la Junta Ejecutiva.</li> <li>• De forma general, se adopta la práctica de remuneración fija.</li> <li>• EL CA evalúa y establece el valor del salario mensual para cada miembro de la Junta Ejecutiva; además, aprueba los bonos de acuerdo con el rendimiento de la empresa, dentro de los límites establecidos por la Asamblea General de Accionistas</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en gestión de riesgos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los fundamentos básicos de la metodología para la gestión de riesgos de la sociedad son: identificar y evaluar los riesgos potenciales en sus inicios y definir los límites coherentes de actuación de acuerdo con los riesgos de mercado.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en la protección al accionista minoritario	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se ofrece un derecho de adhesión (<i>tag along</i>) del 80% a los propietarios de acciones preferenciales (sin derecho a voto) y del 100% a los propietarios de acciones ordinarias (con derecho a voto).</li> <li>• Los accionistas minoritarios que representen al menos el 10% de las acciones ordinarias tienen derecho a elegir por separado a un miembro del comité de auditoría y un suplente.</li> <li>• No hay ninguna cláusula en el estatuto para la resolución de conflictos entre los accionistas por medio del arbitraje.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en la revelación de la información	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se valora la divulgación completa de información sobre hechos que puedan afectar las inversiones de los accionistas e inversores. Dicha información debe ser accesible a todos los accionistas e inversores y enviada a la CVM por el Director de Relaciones con Inversores.</li> </ul>

Fuente: BRADESPAR, 2009; BRADESPAR, 2011a; BRADESPAR, 2011b.

Incluso sin el uso del RF, los inversores que optaron por invertir en obligaciones de Bradespar no tuvieron problemas con los pagos. Los acreedores de la primera emisión ejercieron sus derechos antes, algunos meses después de la emisión, ya que la compañía encontró la posibilidad de reducir el costo del endeudamiento. Los acreedores de la segunda emisión recibieron el principal y los intereses en los dos años siguientes.

Cabe mencionar que Bradespar posee actualmente dos activos: el 5,7% de Vale y el 9,0% de CPFL Energía. Vale, como Petrobras, es una empresa con un valor de gran capitalización, y está cubierta por varios analistas del mercado de capitales. Por lo tanto, el seguimiento de las perspectivas de estas empresas permite reducir la asimetría de la información y, por lo tanto, el riesgo asumido por los acreedores.

Aunque no se produjeron problemas con las obligaciones emitidas por Bradespar, en emisiones futuras el FR será una herramienta importante que, junto con las perspectivas de las emisiones y las opiniones de las agencias de calificación, proporcionará una mayor transparencia, y asesorará las decisiones de los inversores en cuanto a la probabilidad de incumplimiento de una determinada emisión. En la experiencia de Bradespar, el aspecto más relevante fue la emisión de obligaciones nuevas en condiciones más favorables y la liquidación de los valores que pagan intereses más altos. Por otro lado, como un aspecto negativo, apunta a un plazo relativamente corto de los títulos.

### 3. Diagnósticos de América (DASA)

Fundada en 1961, Diagnósticos de América (DASA) tomó ese nombre en 2000, después de recibir inversiones de los fondos de inversión gestionados por el Banco Pátria. En 2004, la compañía, que opera en el mercado ambulatorio, hospitalario y de laboratorio, fue la primera de su sector en cotizar acciones en la bolsa de valores e ingresó en el NM de BM&FBOVESPA. La venta de acciones tuvo por objeto recaudar fondos para la compra de concurrentes y el mantenimiento de las inversiones. En 2006, se convirtió en una empresa con control disperso en la BM&FBOVESPA (DASA, 2011a). Estuvo entre las primeras del país en no contar con control definido (accionista mayoritario), por ejemplo, Lojas Renner, que fragmentó su base accionaria en 2005.

En abril de 2006, la compañía registró su primera emisión de obligaciones y su suplemento, con el fin de redefinir su perfil de deuda y componer el capital de trabajo (DASA, 2011b). El monto emitido fue de 95 millones de dólares, equivalente a 20.250 títulos de deuda no convertibles en acciones con un valor nominal de 10.000 reales, con vencimiento a cinco años. En el prospecto del suplemento de la primera emisión, se señalaron los riesgos relacionados con la operación: las obligaciones estaban sujetas a terminación anticipada; la eventual rebaja en la calificación del riesgo de la emisión pudo reducir la liquidez de los títulos; y la baja liquidez del mercado secundario de valores mobiliarios en el Brasil.

La primera emisión de los bonos calificados por Standard & Poor's correspondió a brA. En la opinión de esta agencia, los títulos de DASA eran susceptibles a los impactos de cambios en las condiciones económicas. Sin embargo, la capacidad de la compañía de cumplir con sus obligaciones era bastante fuerte en comparación con otros deudores del Brasil (SND, 2011). Cuatro años más tarde, en julio de 2010, sobre la base de expectativas de generación de caja cada vez mayor de la empresa, la mejor estructura de costes y la demanda favorable de los servicios de diagnóstico, Fitch señaló que tenía una actitud positiva en términos de las calificaciones corporativas. La agencia de calificación, sin embargo, dijo que DASA podría tener dificultades en la gestión de una competencia feroz (Laguna, 2011).

Cabe destacar que, a pesar de que el sector salud no hace mucho uso de emisiones de deuda como fuente de financiación, DASA consiguió poner en el mercado en mayo de 2011 435 millones de dólares en obligaciones adicionales, con la venta de 70.000 títulos no convertibles con valor nominal de 10.000 reales (SND, 2011). El plazo de los títulos fue de cinco años nuevamente. La diferencia con respecto a la primera emisión fue el uso de la Instrucción CVM 476 para ofrecer OSGH con los esfuerzos restringidos (SND, 2011). En ese momento, DASA ya había pagado los títulos emitidos en 2006.

Entre los destinos de la cantidad recaudada en la segunda emisión se destacan el refinanciamiento de la deuda y el fortalecimiento del capital de trabajo de la empresa. En cuanto a la GC de DASA, su estructura incluye el CA, la Junta Ejecutiva, el Comité de Auditoría —cuya función es revisar y supervisar los procesos de presentación de informes y la contabilidad financiera, los procesos de control

interno y la gestión de riesgos— y el Comité de Recursos Humanos, que tiene como objetivo ayudar en el análisis de las políticas de compensación y beneficios de la empresa. Los aspectos relacionados con la estructura de la GC de la empresa se muestran en el cuadro III.3.

### CUADRO III.3 ESTRUCTURA DE GOBERNANZA CORPORATIVA DE DASA

Papel y responsabilidades del Consejo de Administración	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Guiar la dirección de la empresa en la toma de decisiones estratégicas y la planificación a largo plazo para asegurar la continuidad.</li> <li>• Deliberar sobre la emisión de obligaciones no convertibles en acciones y la emisión de papeles comerciales.</li> </ul>
Papel y responsabilidades de los directores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Presentar anualmente al CA el informe de gestión y las cuentas de la Junta Ejecutiva.</li> <li>• El director financiero deberá proponer alternativas de financiamiento y aprobar las condiciones financieras de los negocios corporativos, así como administrar el dinero en efectivo y las cuentas por pagar y por cobrar de la sociedad.</li> </ul>
Estructura del Consejo de Administración	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El CA se compone de cinco miembros.</li> <li>• El CA posee tres consejeros independientes.</li> <li>• El mandato es de dos años.</li> </ul>
Papel y responsabilidades del Consejo Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El Consejo Fiscal no es permanente.</li> </ul>
Selección de directores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El CA es elegido por la Asamblea General.</li> <li>• La Junta Ejecutiva es elegida por el CA.</li> </ul>
Evaluación del desempeño de la gobernanza corporativa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El CA dicta las acciones de la Junta Ejecutiva y los comités estatutarios sobre la base de planes de negocio definidos por la compañía, sujetos a los parámetros de presupuesto y proyectos estratégicos.</li> <li>• En reuniones periódicas, los miembros del CA que integran estos comités realizan el seguimiento de dichas acciones, lo que les permite, entre otras cosas, evaluar el desempeño de cada órgano.</li> </ul>
Alineamiento de administración - alta dirección y control interno	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El comité de auditoría es responsable de revisar y supervisar la eficacia y la integridad de los controles internos y de gestión de riesgos.</li> <li>• Se da seguimiento a los procedimientos de control interno siguiendo las directrices establecidas por la Junta, siempre con la aprobación correspondiente de los estatutos de la compañía.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en la remuneración de los directores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El total de los honorarios de los miembros del CA y de la Junta Ejecutiva, así como la remuneración de los miembros del Consejo Fiscal, si está instalado, es responsabilidad de la Asamblea General.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en gestión de riesgos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se mantienen procedimientos de control interno para gestionar los riesgos de los recursos financieros y controlar las tasas en relación con la vigencia en el mercado, para obtener liquidez, seguridad y rentabilidad de los activos.</li> <li>• El director financiero, junto con la Contraloría y la División de Asuntos Jurídicos de la compañía analizan los riesgos periódicamente para informar a la Junta Ejecutiva y al CA.</li> <li>• El CA es responsable de evaluar si las medidas adoptadas se ajustan a la política.</li> <li>• Se envían informes mensuales al comité de gestión. Sobre esta base, se discute el desempeño empresarial y se evalúan los diversos escenarios de riesgo para la empresa.</li> <li>• Para todos los riesgos inherentes a la compañía es obligatoria la elaboración mensual del análisis de sensibilidad (<i>stress test</i>).</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en la protección al accionista minoritario	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La compañía, los accionistas y otras partes interesadas se comprometen a resolver mediante arbitraje cualquier disputa o controversia que surja entre ellos.</li> <li>• No se cuenta con un accionista ni grupo de accionistas que sea directa o indirectamente mayoritario; esto es, su capital es atomizado.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en la revelación de la información	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ante la ocurrencia de un hecho material, la empresa debe informarlo de inmediato a la CVM y BM&amp;FBOVESPA.</li> <li>• El anuncio se hará público en periódicos y podrá contener una breve descripción de la información pertinente, junto con la dirección de Internet.</li> <li>• El director de relaciones con los inversores dará a conocer el informe a la CVM y BM&amp;FBOVESPA, así como cualquier acto o hecho ocurrido.</li> </ul>

Fuente: DASA 2009.

En la experiencia de DASA, sin embargo, no siempre la retórica de las buenas prácticas de GC (por el hecho de la adhesión al NM) se traduce en acciones concretas, ya que las transacciones con partes relacionadas fueron percibidas por el mercado como un mecanismo de expropiación entre accionistas y acreedores. De acuerdo con Correa y Fogaça (2009):

Cuando Diagnósticos de América, mejor conocida como Dasa, abrió su capital, en noviembre de 2004, el ambiente era festivo. Controlada por un fondo de capital privado (*private equity*) del Banco Pátria y por el médico Caio Auriemo, uno de los fundadores del Laboratorio Delboni Auriemo (el embrión de Dasa), la compañía se convirtió rápidamente en una de las estrellas de la bolsa: el primer día de cotización, sus acciones cerraron un aumento de casi el 20%, el más alto entre las OPA de la época. La expectativa del mercado era que los conductores de Dasa la convertirían en la gran consolidadora del mercado de los ensayos clínicos, un sector todavía muy fragmentado en el Brasil. En gran medida, esta expectativa se ha cumplido. En una década, por medio de 21 adquisiciones, Dasa pasó de ventas de 70 millones de reales a ventas previstas de 1.600 millones de reales en 2009. Hoy es la empresa más grande del sector en América Latina. Todo este crecimiento fue capitaneado por Auriemo y el Banco Pátria. En los últimos meses, sin embargo, los antiguos propietarios comenzaron a alejarse de la empresa. Auriemo renunció como presidente del CA a finales de abril y vendió su participación del 10% del capital total de la compañía en julio. En el mismo período y en silencio, el Banco Pátria también vendió casi todos sus papeles y, en la actualidad, su participación es inferior al 2%. Por lo general, cuando el fundador deja la compañía que ha creado, existe un motivo de preocupación entre los inversores. ‘El mercado puede entender este resultado como una señal de que la acción ha alcanzado su precio máximo’, dice Daniel Gewehr, analista de Santander. En este sentido, el caso de Dasa fue una sorpresa. Con el movimiento del Banco Pátria y Auriemo, las acciones subieron. Desde fines de abril al 31 de julio, las acciones de la empresa aumentaron un 43%, más del doble del índice Bovespa. En otras palabras, los inversores aplaudieron la salida de los antiguos conductores. ¿Por qué?

Esta reacción se explica porque, con la salida de los antiguos controladores, la Junta Ejecutiva de Dasa podría poner fin a una práctica tan común como cuestionable en las compañías abiertas: el negocio con partes relacionadas, en que las diferentes empresas del mismo accionista (o la misma familia) llegan a acuerdos de negocios entre sí. En Dasa, este tipo de contratos era algo común. La empresa responsable de gestionar el estacionamiento de unidades de servicio de la red pertenecía a José Auriemo Neto, un sobrino de Caio. La empresa constructora responsable de erigir nuevos laboratorios y reformar antiguos era RMA, Renato Magnanini Auriemo, del hijo del fundador de Dasa. Touch Tecnología, que desarrolla los principales softwares utilizados por la red, era de propiedad de otro hijo de Caio, Ricardo. Todas las fusiones y adquisiciones en la historia de Dasa se hicieron por el propio Banco Pátria. ‘Nuestra estrategia de invertir en una empresa es siempre consolidar el mercado’, dijo Olimpio Neto Matarazzo, un accionista del Banco Pátria, señalando que en diez años el banco ha asesorado 95 adquisiciones en las 11 empresas en que invirtió. En conjunto, los servicios prestados por la familia Auriemo y por el Banco Pátria a la red de laboratorios tuvieron un costo de alrededor de R\$ 30 millones en 2008. En favor de Auriemo y el Banco Pátria, es necesario decir que las transacciones con las partes relacionadas se han revelado en el folleto de la OPA y en todos los estados de resultados. Pero, en los últimos tiempos, con la pulverización del capital de la compañía, los inversores se sentían cada vez más incómodos con la situación.

Hay que tener en cuenta que la última emisión de DASA se hizo en 2011, o sea, después de la salida de los antiguos accionistas controladores. Este año, las empresas ya han publicado los FR con mayor detalle sobre la empresa, los riesgos y los controles internos. Así, los inversionistas de la segunda emisión tenían más información que los acreedores de las obligaciones emitidas en 2006. Debido al término de algunas relaciones con partes relacionadas, objeto de polémica en el mercado, el riesgo de expropiación de los accionistas y los acreedores también se redujo.

#### 4. Klabin

Klabin, creada en 1899, opera en los mercados de papel y cartón, envases de cartón ondulado y bolsas industriales, en la producción y el comercio de madera en rollo para uso en la industria del mueble y en la construcción (Klabin, 2011). Durante su larga historia de negocios, adquirió participaciones en otras empresas. Con este fin, además del financiamiento tradicional, optó por la recaudación de fondos mediante la emisión de títulos de deuda. La compañía celebró su emisión de obligaciones por primera vez en 1989. Sin embargo, este registro no está en la SND ni la CVM, y no se obtuvo la información sobre esta emisión. En 1990, ofreció bonos en dos series, que alcanzaron un total de 135.000 títulos de deuda. Esos títulos no eran convertibles en acciones y, como tenían un plazo de diez años, ya han sido liquidados.

En 1999, la empresa emitió más de 15.000 obligaciones no convertibles, que generaron 83 millones de dólares a la compañía, con vencimiento en cinco años. Al año siguiente, Klabin adquirió Igaras, un fabricante de embalajes y, por tanto, recaudó fondos (98 millones de dólares) con los bancos Bradesco y Chase. Más tarde, para liquidar parte del crédito, aumentó su capital en 2001 mediante la emisión de 154,4 millones de acciones sin derecho a voto. La empresa concedió cierto tiempo para que los accionistas tuvieran prioridad en la compra de acciones. Sin embargo, debido a la falta de interés, BNDESPar (subsidiaria de BNDES que detenta participaciones accionarias en varias compañías) pasó a tener el 20,7% de participación en el capital total de la organización. Los controladores de Klabin, a su vez, tuvieron que diluir su participación del 41,8% al 34,7%.

En 2001, en función del racionamiento de electricidad y la devaluación del real frente al dólar, el precio de las acciones de Klabin se redujo en gran medida. Con respecto a la deuda en moneda extranjera, la compañía tenía buen flujo de caja y parte importante de los ingresos en dólares. Así, la empresa consideraba que no enfrentaría problemas de solvencia. Pero, en junio de 2002, más preocupada por la inestabilidad del mercado y el vencimiento inminente de la deuda a corto plazo, la empresa aprobó la emisión de obligaciones. Ese año, Klabin experimentó dificultades relativas a la falta de crédito a la exportación (algo sin precedentes para la compañía) y se vio obligada a retrasar algunos de sus pagos. Las dificultades financieras se derivaron de problemas macroeconómicos.

En noviembre de 2002, por ejemplo, debido a la crisis financiera, Klabin trató de reestructurar una deuda en eurobonos. Los acreedores, sin embargo, no aceptaron el intento de la empresa de pagar el 85% de la deuda en 2004. La alta exposición al dólar, la proximidad de vencimiento de la mayoría de las obligaciones, la volatilidad del mercado y la baja disponibilidad de crédito fueron algunos de los factores por los que Klabin experimentó dificultades con la liquidación de sus obligaciones.

La situación financiera de Klabin llevó a la expectativa de un posible incumplimiento (*default*). Ante esta situación, la empresa recaudó fondos en un préstamo de 200 millones de dólares para la liquidación de obligaciones, y estructuró una oferta para obtener más de 340 millones de dólares en OSGH no convertibles. La compañía afirmó que, aun con la dificultad para refinanciar la deuda, ya había pagado la mayor parte de esta con vencimientos hasta diciembre de 2002, incluida la

cuota vencida de los eurobonos. También señaló que la recaudación de fondos mediante obligaciones ayudaría a equilibrar los pagos pendientes de 2002 y del siguiente año.

La cuarta emisión de obligaciones de Klabin se dividió en dos series, con valores de 130 millones de dólares (con vencimiento de 1,8 años) y 155 millones de dólares (a tres años) respectivamente. Por medio de la oferta pública mencionada, Klabin vendió en el mercado 10.360 títulos no convertibles por un valor nominal de 100.000 reales, que correspondió a un monto de 285 millones de dólares. El préstamo obtenido a finales de año y la emisión de estas obligaciones han contribuido a la reducción de la deuda en dólares, del 70% en 2001 al 34% en 2002 (Valor Económico, 2003).

Los factores de riesgo relacionados a esta emisión fueron los siguientes: las fluctuaciones de los tipos de cambio, la inestabilidad social y las tasas de interés; la inflación y las políticas fiscales; un posible aumento de la presión fiscal para las empresas brasileñas; la exposición a los mercados extranjeros; una posible crisis energética; la competitividad de la industria del papel; los costos de cumplimiento de la legislación ambiental; los posibles gastos debido a los términos de procedimiento judicial y administrativo en curso; y la baja liquidez del mercado secundario brasileño para las obligaciones.

Sin embargo, la deuda neta a finales de 2002 ascendió a aproximadamente 771 millones de dólares, valor superior al registrado en 2001. Klabin se vio obligada a vender algunos activos para reducir su deuda. A mediados de 2003, vendió Riocell a Aracruz (Valor Económico, 2003). También en 2003, utilizando parte de los fondos recibidos como resultado de la venta de Riocell, Klabin promovió la liquidación anticipada de las obligaciones en su cuarta emisión y retiró esos títulos de circulación (Klabin, 2003). Para el pago y la refinanciación de la deuda, así como para ampliar el capital de trabajo, Klabin ofertó 107 millones de dólares en obligaciones no convertibles en 2004. Esta fue la quinta emisión de obligaciones, con vencimiento a tres años. Estas obligaciones ya han sido liquidadas.

Después de recibir los recursos de la cuarta emisión de obligaciones y la venta de activos, la empresa decidió invertir en la producción de tarjetas para embalajes, cartón corrugado y bolsas industriales. Así, en enero de 2006, el CA aprobó el uso de 771 millones de dólares en la ampliación y la producción de tarjetas, así como en la modernización de los procesos de la empresa. Ya recuperada de la crisis, Klabin anunció que el 40% de dicha inversión sería capital propio y el resto sería financiado con recursos del BNDES y de otras agencias de crédito a la exportación.

En 2008, con la crisis financiera mundial y la decisión de aplazar las inversiones previstas para el año, la compañía señaló que tenía una gran solidez financiera y había dinero suficiente para cubrir las deudas de los próximos tres años. A finales de 2009, en un intento por mejorar las prácticas de GC y como guía para las acciones de la empresa, el CA aprobó un Código de Conducta. En el cuadro III.4 se destacan algunas características de CA, la Junta Ejecutiva y el Consejo Fiscal de la empresa.

A pesar de la fortaleza mostrada en más de cien años de existencia, Klabin experimentó una crisis sin precedentes en el bienio 2001-2002. Ante problemas con el cumplimiento de sus obligaciones por falta de líneas de crédito producto de problemas macroeconómicos y, además, por utilizar los fondos recaudados en las emisiones de deuda, se vio presionada a vender algunos de sus activos. Fue precisamente en 2002, cuando se unió al nivel diferenciado de GC de la BM&FBOVESPA, que retrasó sus pagos. Así consiguió superar la situación y no perjudicar a los acreedores de obligaciones de sus primeras cuatro emisiones. Además, la última emisión fue importante en el proceso de reestructuración financiera. Al igual que Bradespar, con el tiempo sus emisiones se asociaron con los bonos de menor duración.



### CUADRO III.4 ESTRUCTURA DE GOBERNANZA CORPORATIVA DE KLABIN

Papel y responsabilidades del Consejo de Administración	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Administrar los asuntos de la empresa, aprobar los presupuestos y las decisiones sobre inversión y finanzas.</li> <li>• Autorizar la deuda a largo plazo y la emisión de títulos para su distribución pública.</li> </ul>
Papel y responsabilidades de los directores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Supervisar todas las actividades de la sociedad.</li> <li>• Coordinar las actividades de los demás.</li> <li>• Poner en práctica la política establecida por el CA para la compañía y sus filiales, y supervisar la auditoría interna.</li> </ul>
Estructura del Consejo de Administración	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La empresa cuenta con doce miembros en el CA.</li> <li>• El CA tiene cuatro miembros independientes.</li> <li>• Los miembros del CA tienen mandato de un año.</li> </ul>
Papel y responsabilidades del Consejo Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El Consejo tiene facultades, deberes y responsabilidades previstas por la ley.</li> </ul>
Selección de directores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los miembros del CA son elegidos por la Asamblea General. Son generalmente profesionales calificados en diversas áreas como política, economía, negocios, contabilidad, investigación y desarrollo.</li> <li>• El presidente del CA es nombrado por el accionista mayoritario.</li> <li>• Los miembros del Consejo Fiscal son elegidos por la Asamblea General.</li> <li>• Los miembros del Consejo Consultivo son elegidos por el CA.</li> </ul>
Evaluación del desempeño de la gobernanza corporativa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los directores son evaluados por medio de indicadores de desempeño operacional basado en las métricas EVA y los objetivos individuales (costo fijo, seguridad, volumen de producción, volumen de ventas, calidad, índice de medio ambiente, entre otros).</li> </ul>
Alineamiento de administración - alta dirección y control interno	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se destaca el vínculo entre la gestión de riesgos y los sistemas de control interno. El proceso se basa en: a) la definición de las estrategias financieras por el Director Financiero; b) la aprobación de los directores de la empresa; c) la implementación y el control de los factores definidos.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en la remuneración de los directores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La remuneración de los miembros del CA, la Junta Ejecutiva y el Consejo Fiscal es fijada por la Asamblea General.</li> <li>• Los ingresos del Consejo Consultivo están determinados por el CA.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en gestión de riesgos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los riesgos se administran de manera continua, apoyándose en las auditorías internas que ayudan a evaluar las políticas, los procedimientos y las prácticas empleadas en la gestión de riesgos.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en la protección al accionista minoritario	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se ofrece un derecho de adhesión (tag along) del 70% a los propietarios de acciones preferenciales y del 80% a los propietarios de acciones ordinarias.</li> <li>• No hay ninguna cláusula en el estatuto para la solución de conflictos entre los accionistas por medio del arbitraje.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en la revelación de la información	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La empresa se encarga de revelar su información pertinente completa de inmediato, la cual es accesible para las bolsas de valores y el público en general.</li> <li>• La empresa debe notificar a la CVM y BM&amp;FBOVESPA de cualquier acto o hecho relacionado con su negocio.</li> <li>• Además, las revelaciones que involucran la información, la política, los mercados y los resultados empresariales y de subsidiarias solo pueden ser emitidas por personas designadas por la empresa.</li> <li>• El Director de Relaciones con Inversores se encarga de ejecutar y supervisar las políticas en materia de divulgación y uso de la información y de comercio de valores de la sociedad.</li> </ul>

**Fuente:** Klabin, 2011.

## 5. Lupatech

Lupatech es una empresa que fabrica equipos y presta servicios, sobre todo para el sector de petróleo y gas. Sus actividades comenzaron en 1980, mediante el establecimiento de Microinox. Cuatro años más tarde, se creó Valmicro y, en 1993, después de una reestructuración corporativa, la fusión de Valmicro con Microinox, dio paso a la actual Lupatech.

En el año 2000, Lupatech adquirió acciones de la Metalúrgica Nova Americana (NAM) y, al año siguiente, compró las acciones restantes (Lupatech, 2011a). En 2002, fundó Lupatech North America por medio de una operación conjunta (*joint venture*) de la subsidiaria Lupatech Investments con la empresa estadounidense Ideal Controls. Sin embargo, tres años después, la alianza estratégica terminó.

De acuerdo con Nestor Perini, entonces presidente de Lupatech, “para atraer a los inversionistas, la gobernanza corporativa es fundamental”. Según la empresa, aunque no figuraba en los niveles diferenciados de BM&FBOVESPA, empleaba los conceptos de GC y procuraba, mediante la transparencia y la rendición de cuentas, demostrar a los inversores que los recursos utilizados en la empresa no se desviaban, ni se falsificaban los estados financieros. Como resultado, en 2003, pasó a tener dos accionistas significativos: BNDESPar y GP Tecnología, fondos de inversión en empresas emergentes (MILÊNIO, 2005).

En 2006, fue listada en la bolsa de valores, de acuerdo con las reglas del NM de BM&FBOVESPA. Para ello, las acciones de la oferta pública alcanzaron un total de 71 millones de dólares en nuevos recursos para la empresa, y se movieron aproximadamente 138 millones de dólares por la venta de acciones de propiedad de los accionistas. Esta operación ha tenido algunas consecuencias para la empresa, tales como: a) el aumento de la pulverización de su control accionario; b) el fortalecimiento de su compromiso con las buenas prácticas de GC; y c) el progreso de un programa de expansión que incluye reanudar el proceso de internacionalización, adquisición de nuevas empresas y aumento de sus exportaciones (Lupatech, 2011a).

En octubre de 2006, por ejemplo, con el objetivo de expandir sus operaciones en América del Sur, Lupatech anunció la adquisición de dos empresas argentinas: Válvulas Worcester y Esferomatic. Estas empresas eran consideradas líderes en el segmento de válvulas de bola, con una participación aproximada del 60% del mercado orientado al sector industrial, principalmente petróleo y gas. Ese mismo mes, la compañía hizo su primera emisión de obligaciones: 22.700 títulos de un valor unitario de 10.000 reales, que generaron recursos equivalentes a 106 millones de dólares y con vencimiento a cinco años.

Los riesgos relevantes de esta emisión fueron destacados en el folleto preliminar de oferta pública de Lupatech. Entre ellos están: posible fallo en la implementación de la estrategia de crecimiento; adquisiciones con resultados insatisfactorios; gastos relacionados con recursos para las pérdidas no cubiertas por el seguro; gastos relacionados con los recursos judiciales; posible período de recesión en las industrias del petróleo, el gas y el sector automotriz; cambios en las leyes y reglamentos ambientales; la inflación y las fluctuaciones en los tipos de cambio y las tasas de interés; y la baja liquidez del mercado secundario para obligaciones en el Brasil.

Para Standard & Poor’s, la organización era susceptible a los efectos de los cambios económicos, pero tenía capacidad de cumplir razonablemente con sus obligaciones financieras. Las OSGH de esa primera emisión fueron recompradas en noviembre de 2007 y canceladas en el mismo mes (Pentágono, 2007, SND, 2011).

En 2007, Lupatech continuó adquiriendo varias empresas, como Kaestner & Salerno (K & S), Ocean Coating y Jefferson Sudamericana. En el año siguiente, las compañías Gavea Sensores, Sinergás GNV do Brasil, Fiberware, Norpatagonica y Tecval también pasaron a formar parte del grupo. Por lo tanto, la empresa se dedicó a una política audaz de expansión mediante adquisiciones. En mayo de 2009, la empresa empezó una reestructuración de su perfil de deuda. Por eso, obtuvo 59 millones de dólares en líneas de financiamiento del BNDES y, en agosto de 2009, completó la suscripción de 174 millones de dólares en obligaciones, con vencimiento en nueve años. El producto de los dos préstamos mencionados entró en la segunda mitad de 2009, y fue utilizado para el pago de deudas a corto y mediano plazo, la adquisición de empresas, la formación de capital de trabajo, el fortalecimiento de la estructura de capital y la expansión y modernización de la capacidad productiva de la compañía (Lupatech, 2009; Lupatech 2010a; Lupatech, 2011a; Lupatech, 2011b).

A pesar de los esfuerzos para reestructurar su perfil de deuda, en noviembre de 2009 la disminución de los ingresos y el flujo de efectivo, derivados de la crisis financiera global, llevaron al incumplimiento de algunos aspectos de las obligaciones, los pactos para pago de deuda (*covenants*). Además de reducir la calificación de la empresa, Moody’s bajó la calificación corporativa, señalando que los resultados de la compañía fueron peores de lo esperado.

A finales de diciembre de 2009, los acreedores aprobaron el pago de comisiones al 0,975% del valor nominal de las obligaciones como compensación del incumplimiento de los pactos (*covenants*). Por lo tanto, para sacar a la compañía de la situación de incumplimiento (*default*), Lupatech pagó 2,1 millones de dólares a sus inversionistas (Lupatech, 2011a; Lupatech, 2011b).

La compañía se vio afectada por la crisis mundial, y publicó en 2010 pérdidas por 42 millones de dólares. La disminución de las ventas también fue aguda, ya que el valor obtenido en 2010 fue un 18% menor que los ingresos de 2008. Como justificación, la empresa señaló que, de acuerdo con la revisión de licitaciones entre 2009 y 2010, Petrobras postergó sus solicitudes a Lupatech. En las palabras de Néstor Perini, la empresa invirtió “grandes recursos a la espera de Petrobras, pero las órdenes no llegaron”. Así, se obtuvo un desempeño por debajo de las expectativas (Lima, 2011).

Al cierre del ejercicio 2010, las deudas de corto plazo fueron un 62,9% superior a las registradas en 2009. Para la compañía, este incremento se debió principalmente a la contratación de nuevas líneas de financiamiento y a un mayor pago de intereses relacionados con las obligaciones convertibles. Del mismo modo, el valor de la deuda neta consolidada fue un 6,6% mayor que el valor presentado en los estados financieros de 2009 (Lupatech, 2010b; Lupatech, 2010c). Como resultado de la situación de la empresa, Standard & Poor's rebajó de nuevo su calificación del riesgo.

A principios de 2011, Lupatech tuvo que renegociar de nuevo con sus acreedores los límites de la deuda. En el mismo período, para cubrir sus obligaciones financieras, captó 42 millones de dólares del banco Bradesco, con un período de gracia de seis meses, mediante el Programa Progredir, diseñado específicamente para los proveedores de Petrobras. Tal vez sea oportuno que Petrobras, además de presionar a sus proveedores para mejorar los procesos de producción —como lo hace en actualidad—, también promueva mejorar las prácticas de GC de sus proveedores.

En el centro del problema está el elevado número de adquisiciones de otras empresas para diversificar sus operaciones, aunque se puede argumentar que el sector depende mucho de un único cliente, y esto también pudo haber contribuido. Es cierto que era importante para Lupatech intentar aprovechar las oportunidades derivadas de los avances de Petrobras. Sin embargo, estas inversiones han contribuido al aumento del endeudamiento de la organización. Además del alto valor de las deudas, las pérdidas registradas durante 2010 fueron un recordatorio de la difícil situación de la empresa (Korby, Millard, 2011).

Teniendo en cuenta estas dificultades, en junio de 2011 Lupatech trató de renegociar sus obligaciones por tercera vez en dos años. Ese mismo mes, la ratio de deuda neta y EBITDA de la compañía fue aproximadamente siete veces mayor que la determinada como aceptable en el prospecto de las obligaciones. El principal acreedor en esta negociación fue el BNDES, que tenía un 90% de la segunda emisión. En consecuencia, para evitar el pago anticipado de estos valores, la empresa debió soportar el peso del pago de premios a los acreedores (Torres, 2011c).

La compañía enfrenta problemas de liquidez desde mediados de 2010, y posee aproximadamente 104 millones de dólares de deuda, la mayoría de los cuales incluyen títulos con vencimiento entre enero y marzo de 2012 (Sonego, 2011). El entonces Vicepresidente de Finanzas y Director de Relaciones con los Inversionistas, Alexandre Monteiro, dijo que, entre las medidas adoptadas por la empresa para mejorar esta situación, se destaca la disposición de activos y la reducción de costos (Torres, 2011c).

Además de los problemas financieros, a finales de 2009, el consorcio (*holding*) de la familia del presidente de Lupatech estuvo envuelto en un proceso judicial con la compañía Libro Companhia Securitizadora de Crédito Financeiro (Kroehn, 2010). Un polémico informe de Kroehn (2010), publicado en la revista *Isto É Dinheiro*, señaló que el caso se refería a las acusaciones de uso de recursos corporativos para el pago de deudas personales, así como la omisión de activos con el fin de escapar de los acreedores.

En respuesta, el presidente subrayó que “Lupatech es una empresa que cotiza en el Novo Mercado de BM&FBovespa, el segmento del mercado de capitales brasileño que requiere compromisos especiales con la gobernanza corporativa, lo que en sí mismo impediría las prácticas que me son adjudicadas y

denota la total ignorancia sobre el tema” (Gazeta de Caxias, 2010). Lupatech también hizo una declaración al mercado en marzo de 2010 alegando, entre otras cosas, que sigue las prácticas de GC establecidas en NM de la BM&FBOVESPA y, por lo tanto, tiene una buena imagen en el mercado (Lupatech, 2010d).

Kroehn (2010) también señaló que, teniendo en cuenta las buenas prácticas de GC, no es apropiado que una persona ejerza simultáneamente los cargos de presidente del CA y de la Junta Ejecutiva, como fue el caso de Perini, situación que duró hasta septiembre de 2011. Para sistematizar los aspectos de GC de Lupatech, en el cuadro III.5 se describen las responsabilidades del CA, la Junta Ejecutiva y el Consejo Fiscal, así como las cuestiones relativas a los controles de la remuneración y la evaluación de los riesgos internos.

### CUADRO III.5 ESTRUCTURA DE GOBERNANZA CORPORATIVA DE LUPATECH

Papel y responsabilidades del Consejo de Administración	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Establecer la dirección general de los planes de negocio, los proyectos y las políticas económicas y financieras, industriales y comerciales.</li> <li>• Aprobar la emisión de obligaciones y autorizar la emisión de cualquier instrumento de crédito para la recaudación de fondos; decidir sus condiciones de emisión y liquidación.</li> <li>• Autorizar la compra de acciones y obligaciones emitidas por la compañía para la cancelación, o en autocartera para su posterior venta, sujeto a las normas legales.</li> </ul>
Papel y responsabilidades de los directores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La Junta Ejecutiva estará integrada por un Director Ejecutivo, un Director de Relaciones con los Inversores y los demás sin denominación específica, designados por el CA.</li> <li>• Los directores deberán nombrar abogados y especificar los actos y operaciones que pueden desempeñar.</li> <li>• Los directores pueden otorgar garantías y avales a favor de empresas subsidiarias y afiliadas, en los casos de negocios pertinentes al objeto social de estas.</li> </ul>
Estructura del Consejo de Administración	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hay siete miembros en el CA, de los cuales tres son consejeros independientes.</li> <li>• El mandato es de un año</li> </ul>
Papel y responsabilidades del Consejo Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El Consejo Fiscal fue instalado en 2010, elegido en Asamblea General de Accionistas por un período de un año.</li> <li>• Compuesto por tres a cinco miembros y un número igual de suplentes.</li> <li>• No será permanente y solo se reunirá a solicitud de accionistas que representen por lo menos una décima parte de las acciones.</li> <li>• Se debe emitir un dictamen sobre las propuestas de los órganos de gestión, que se presentará a la Asamblea General de Accionistas, en relación con los cambios en el capital, la emisión de obligaciones o bonos de suscripción, los planes de inversión o presupuestos de capital, la distribución de dividendos, la incorporación, fusión o escisión.</li> </ul>
Selección de directores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los miembros del Consejo Fiscal son elegidos por la Asamblea General de Accionistas.</li> <li>• Los directores de la compañía son elegidos por el CA.</li> <li>• Los miembros del CA son elegidos por la Asamblea General de Accionistas.</li> </ul>
Evaluación del desempeño de la gobernanza corporativa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El mecanismo para evaluar el desempeño de la gestión de la empresa está alineado con las estrategias de la compañía, los indicadores estratégicos y las metas de desempeño y el presupuesto.</li> <li>• Se definen objetivos específicos y consistentes para cada ejecutivo al final del año, y se hace una evaluación completa de la consecución de los objetivos.</li> <li>• No existe una evaluación formal del desempeño del CA.</li> </ul>
Alineamiento de administración - alta dirección y control interno	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El área de auditoría interna, directamente relacionada con el CA, se estableció en 2009 para identificar oportunidades de mejoras en los controles internos y revisar las políticas, los procedimientos y la separación interna de funciones.</li> <li>• El plan anual de auditoría se elabora de acuerdo con los resultados de la evaluación de riesgos, y su objetivo principal es proporcionar una evaluación independiente sobre el riesgo, el ambiente de control y las deficiencias significativas que puedan afectar los estados financieros y los procesos de la compañía.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en la remuneración de los directores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los miembros del CA y de la Junta Ejecutiva percibirán la retribución que determine la Asamblea General de Accionistas. El presupuesto será sometido a votación general y la distribución de la remuneración entre los miembros del CA y de la Junta Ejecutiva será responsabilidad del CA.</li> <li>• La Asamblea General de Accionistas, que elige al CA, fijará la remuneración para cada miembro, que será por lo menos una décima parte del promedio de la remuneración de cada director, sin contar los beneficios, la representación y la participación en las ganancias. La remuneración no necesariamente es la misma para todos los miembros del CA.</li> </ul>

(continúa)

Cuadro III.5 (conclusión)

Papel de la gobernanza corporativa en gestión de riesgos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El programa general de gestión de riesgos de la compañía se centra en la imprevisibilidad de los mercados financieros y trata de minimizar los posibles efectos adversos sobre el desempeño financiero del grupo mediante la utilización de instrumentos financieros derivados para protegerse de determinadas exposiciones al riesgo.</li> <li>• La gestión de riesgos la lleva a cabo la tesorería central de la compañía, de acuerdo con las políticas aprobadas, con excepción de las empresas controladas conjuntamente con otros accionistas. La tesorería de la empresa identifica, evalúa y protege al grupo ante los riesgos financieros, en cooperación con las unidades operativas.</li> <li>• El CA establece los principios para la gestión global del riesgo, así como para áreas específicas como riesgo cambiario, riesgo de tasa de interés y uso de instrumentos financieros derivados y no derivados.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en la protección al accionista minoritario	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La empresa concede derechos de adhesión (<i>tag along</i>) del 100% (acciones) a la venta de control y señala que el tratamiento dado a los accionistas depende del número de acciones, sujeto a restricciones legales. Por lo tanto, todos los accionistas tienen igualdad de trato en relación con el flujo de información.</li> <li>• Los accionistas y directores, entre otros, deben resolver sus controversias mediante el arbitraje.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en la revelación de la información	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La empresa se compromete a divulgar los hechos con claridad y precisión, de acuerdo con lo requerido por la Ley.</li> <li>• Para una mayor difusión, la empresa utiliza los periódicos de gran circulación comprometidos con divulgar información idéntica a la prevista por la CVM y BM&amp;FBOVEPA.</li> </ul>

Fuente: Lupatech, 2011a; Lupatech 2011b.

La empresa no posee comités y, conforme a lo mencionado, su estructura incluye CA, Junta Ejecutiva y Consejo Fiscal. En el prospecto de su primera emisión de obligaciones, se indicaba que uno de los riesgos relacionados con su funcionamiento depende de las ventas a Petrobras y de adquisiciones exitosas. De hecho, la compañía amplió significativamente sus deudas para expandir sus operaciones y no obtuvo el retorno esperado de estas nuevas inversiones.

En cuanto a la composición de su estructura, la existencia de un comité de finanzas —responsable del análisis de inversiones, así como de la emisión de obligaciones— podría subvencionar los procesos de emisión de deuda de Lupatech. La presencia de un comité formal de gestión de riesgos también podría ayudar a las empresas a identificar y, sobre todo, a reducir los riesgos de operación, con el fin de evitar posibles conflictos entre la empresa y sus acreedores, incluyendo los tenedores de bonos.

## 6. Inepar

Inepar, empresa proveedora de sistemas, equipos y servicios en los sectores de infraestructura de electricidad, petróleo, gas, minería y metalurgia, inició operaciones en 1953, con la denominación de ENCO (Engenharia e Comércio). Años más tarde en 1976, tras la fusión de la ENCO e Inepar (Indústrias Eletromecânicas do Paraná), la empresa pasó a denominarse Inepar Indústrias e Construções, su nombre actual (Inepar, 2011a).

En la década de 1990, Inepar realizó inversiones en otras empresas y estableció algunas asociaciones importantes para sus operaciones, tales como las alianzas con General Electric y Motorola. Durante este período, se optó por una emisión de obligaciones en el mercado como fuente de financiamiento, como se muestra en el cuadro III.6. Cabe destacar que, en tres de las cinco series, las obligaciones eran convertibles en acciones, una experiencia única en los casos analizados. En general, las empresas brasileñas prefirieron obligaciones no convertibles en acciones, para evitar la probable dilución de la participación de los accionistas mayoritarios.

En diciembre de 1994, Inepar hizo la primera emisión, que consistió en 2.667 obligaciones convertibles en acciones con derecho a voto y 5.334 obligaciones convertibles en acciones sin derecho a voto, que en conjunto ascendieron a 28 millones de dólares. En marzo de 1996, Inepar promovió su segunda emisión de OSGH, esta vez en una sola serie, y recaudó 36 millones de dólares por medio de

35.000 obligaciones convertibles en acciones, con el plan para aumentar el capital de la subsidiaria Inepar Telecomunicações. Ese año, se vendieron más de 25.000 obligaciones en el mercado, divididas en 20.000 títulos no convertibles y 5.000 títulos convertibles en acciones sin derecho a voto (Inepar, 2001).

**CUADRO III.6**  
**CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES DE OBLIGACIONES DE INEPAR**

Características	1ª emisión Primera serie	1ª emisión Segunda serie	2ª emisión	3ª emisión Primera serie	3ª emisión Segunda serie
Clase	Convertibles	Convertibles	No convertibles	No convertibles	Convertibles
Fecha de registro ante la CVM	27/12/1994	27/12/1994	14/03/1996	20/12/1996	23/12/1996
Cantidad emitida	2 667	5 334	35 000	20 000	5 000
Valor nominal de las obligaciones	R\$ 3 000	R\$ 3 000	R\$ 1 000	R\$ 1 000	R\$ 1 000
Monto total de la emisión	9 millones de dólares	19 millones de dólares	36 millones de dólares	19 millones de dólares	5 millones de dólares
Localización	Eliminadas	Eliminadas	Eliminadas	Registrada	Registrada
Plazo	5 años	5 años	5 años	5 años	5 años

Fuente: SND, 2011.

Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido con la primera emisión, en la que todas las obligaciones se pagaron o se convirtieron, la empresa tenía problemas en el cumplimiento de las obligaciones con los acreedores de las dos últimas emisiones, debido a dificultades financieras (Inepar, 2001). En cuanto a la segunda emisión, por ejemplo, de las 35.000 obligaciones emitidas, 19.784 fueron canjeadas por acciones de Inepar Telecomunicações y las restantes se renegociaron a principios de 2001. Sus pagos se ampliaron y se dividieron con fecha de liquidación final prevista para febrero de 2002 (Inepar, 2001).

Con dificultades para saldar sus obligaciones con terceros, la empresa emitió un adicional de 123 millones de dólares en obligaciones en abril de 2001. Esta cuarta emisión se dividió en dos series, ambas con vencimiento a cinco años. En su prospecto de oferta pública de obligaciones convertibles, la compañía reportó los factores de riesgo existentes que podrían influir en el cumplimiento de las OSGH. Entre ellos, se refirió a la inestabilidad económica, la intervención gubernamental en la economía, la inflación y la posibilidad de exigir más recursos para completar sus planes de inversión (Inepar, 2001).

Además, señaló que renegó algunas condiciones de su segunda emisión. Con respecto a procedimientos judiciales, además de caracterizarlos, se indicó que la probabilidad de pérdida o ganancia es remota. Se generaron informaciones para que los inversionistas evaluaran la probabilidad de que los pasivos impactaran la situación financiera de la empresa (Inepar, 2001).

Atlantic Rating calificó los títulos de la empresa con una calidad razonable, indicando que Inepar sería capaz de hacer los pagos de intereses y capital, pero podría verse afectada por los cambios económicos. SR Rating señaló que la sociedad contaba con la protección adecuada para los acreedores, aunque la calificación no era favorable a la demanda de los títulos. Sin embargo, Inepar necesitaba concretar las negociaciones, pues más allá de los planes de inversiones en equipos, bienes de capital y sistemas eléctricos, la empresa emitió obligaciones con el fin de destinar la mayor parte del dinero recaudado a aliviar la escasez de recursos financieros aportados por el débil desempeño del grupo en 2000 (Inepar, 2001, SND, 2011).

Además de la difícil situación, el presidente del CA y socio controlador de Inepar, con aproximadamente el 60% de las acciones, fue presionado por los accionistas minoritarios (BNDESPar y fondos de pensiones Previ y Aerus) para dejar de controlar el grupo, cambiar la estructura de mando de la organización y facilitar una gestión basada en los preceptos de GC. Los accionistas minoritarios no

estaban dispuestos a aportar más recursos a la empresa, debido principalmente al control concentrado de la empresa en una sola persona. Por lo tanto, una reestructuración y la inclusión de buenas prácticas de GC, en ese momento, podrían reducir los conflictos entre los accionistas y, en consecuencia, los problemas financieros de la empresa, con una inyección de capital por parte de los socios (Exame, 2001).

El problema se originó en la década de 1990, con la adquisición de varias empresas (y no debido a conflictos sectoriales ni macroeconómicos: En el período de las privatizaciones, el BNDES —socio y poseedor del capital para financiamiento y crédito— proporcionó recursos a la empresa. La compañía, sin embargo, no obtuvo los recursos y perdió el apoyo financiero que había conseguido. Como resultado, Inepar se llenó de deudas. Producto de varias inversiones sin éxito, acumuló deudas superiores a 830 millones de dólares en 1998 y sufrió pérdidas sucesivas en los años siguientes, lo que tornó crítica la situación financiera de la empresa (Exame, 2001).

En 1999, después de la venta de su participación en Telemar al Banco Opportunity —sin consulta a los accionistas de Previ (el fondo de pensiones más grande del país) en primera opción de compra—, aumentó todavía más la aversión de los accionistas minoritarios a inyectar recursos en Inepar. Mientras los conflictos entre los socios de Inepar eran constantes y las dificultades financieras crecientes, los precios de las acciones caían. En julio de 2001, se registró el precio de cotización más bajo en tres años. Para complicar aún más la crisis, el intento de lanzar la cuarta emisión de obligaciones para obtener capital de trabajo fracasó debido a la necesidad de la CVM de solicitar los estados financieros de Inepar. Estos, además de presentar once salvedades de los auditores, poseían notas explicativas que no estaban claras. Marcelo Trindade, el entonces director de la CVM, en entrevista a la publicación *Exame*, fue contundente al señalar que “el grupo definitivamente no gana una calificación de diez en gobernanza corporativa” (Exame, 2001).

Para superar esta situación, Inepar vendió varios de sus activos, como las inversiones en energía hidroeléctrica y las compañías de telecomunicaciones. Sin embargo, esto no fue suficiente para resolver sus problemas financieros (Exame, 2001). En 2001, después de muchas discusiones, los socios firmaron un memorando en el que se comprometieron a reestructurar la empresa en términos de recursos financieros y participación en el capital, dilución de la estructura patrimonial e inclusión de prácticas de GC en los estatutos de la sociedad, lo que dio lugar a la entrada de la empresa al NM de BM&FBOVESPA.

Al final de 2001, las repercusiones de la crisis continuaron afectando la relación con los acreedores. Así, Inepar obtuvo un plazo de 60 días para pagar algunos valores y renegoció el pago de la última amortización de la tercera emisión (primera serie) en cinco cuotas (Inepar, 2001). En abril de 2002, venció la última parte de esa negociación, y los títulos de la empresa fueron calificados como de mala calidad por Atlantic Rating.

En octubre de 2002, con la incidencia de más incumplimientos con los acreedores de la segunda y tercera emisiones, la empresa justificó su defecto argumentando que no había recibido el aporte financiero de los accionistas, porque no había completado su proceso de reestructuración financiera. Por lo tanto, no pudo hacer los pagos de la parte reconvenida, que venció ese mes.

En 2003, los títulos de la segunda serie de la cuarta emisión fueron calificados por Fitch Atlantic Ratings como pertenecientes a una compañía que estaba en mora en sus obligaciones. Por otra parte, en septiembre de 2003, Inepar presentó una acción de nulidad y la solicitud de revisión de los deberes ante el agente fiduciario y los acreedores de obligaciones. Desde octubre de 2003, no pudo amortizar más, por lo que se inició un litigio en los tribunales (Pentágono, 2010, SND, 2011).

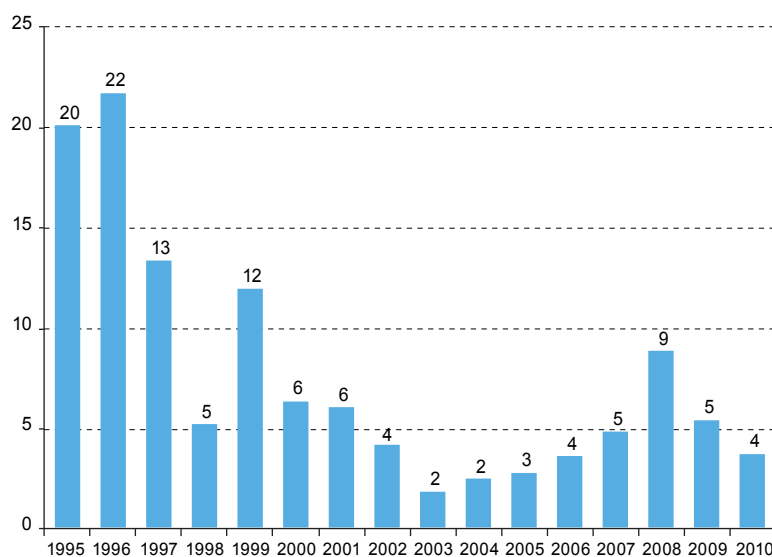
A medida que la empresa entraba en mora en sus deberes relacionados con la emisión, en noviembre de 2003 se declaró el vencimiento anticipado de las obligaciones y la recuperación de todas las cantidades adeudadas por la empresa. Aun así, Inepar no efectuó pagos, lo que dio lugar a una acción de apertura de la ejecución de la segunda emisión de obligaciones en 2004 (Pentágono, 2010).

En general, no hubo problemas con las obligaciones de la primera emisión. En la segunda emisión de 35.000 obligaciones, 19.784 fueron canjeadas por acciones de Inepar Telecomunicações,

9.362 fueron rescatadas y 1.838 fueron desembolsadas como aumento de capital. De la primera serie de la tercera edición, 4.750 OSGH fueron rescatadas y 15.250 fueron desembolsadas como incremento de capital. De la segunda serie, 87 fueron rescatadas, 3.168 se convirtieron en acciones sin derecho a voto de Inepar y 1.245 fueron desembolsadas. A finales de 2010, 500 obligaciones todavía estaban en circulación (Inepar, 2010a; Omar Camargo, 2011). En cuanto a la cuarta emisión, en enero de 2003 la compañía canceló 119.190 obligaciones de la primera serie, así como 135.000 de la segunda y, como 15.156 títulos fueron convertidos en acciones, en diciembre 2010, 654 OSGH estaban en circulación. Los pagos de la cuarta emisión, a su vez, fueron reprogramados en mayo de 2010 (Inepar, 2010a; C & D, 2011).

Por lo tanto, la empresa siempre utilizó las obligaciones como medio de financiación, y en 1995 la cantidad adeudada ascendía a un 20% del capital de terceros utilizado en ese año. En 1996, cuando la compañía realizó dos emisiones de obligaciones, esa proporción equivalía al 22%. En 2010, casi diez años después de la última emisión, los valores de obligaciones representaron el 4% del total de recursos de terceros empleados en la empresa, como se muestra en el gráfico III.4.

**GRÁFICO III.4**  
**OBLIGACIONES CON RESPECTO AL CAPITAL DE TERCEROS DE INEPAR, 1995-2010**  
(En porcentajes)



Fuente: Estados financieros individuales disponibles en la BM&FBovespa.

En 2008, Inepar anunció que pretendía adherirse al Nivel 2 de la BM&FBOVESPA. Sin embargo, apenas en marzo de 2011 logró entrar al Nivel 1 de BM&FBOVESPA, que es menos exigente. Así, pasó a pertenecer al grupo de empresas listadas en BM&FBOVESPA y se comprometió a difundir las mejores prácticas de GC.

Como muestra del intento por liquidar sus obligaciones atrasadas, en abril de 2011 Inepar firmó el contrato de la primera etapa de negociación con el BNDES para refinanciar su deuda de aproximadamente 105 millones de dólares, por medio de 120 cuotas mensuales con interés de TJLP más el 2,5% por año.

Después de los problemas experimentados por Inepar, que repercutieron tanto en su situación financiera como en el conflicto entre los accionistas y su amplia participación en otras sociedades, en el año 2011 —a diferencia del escenario anterior—, Inepar se interesó por una serie más pequeña de empresas, como IESA, Inepar Equipamentos e Montagens e Inepar Energia. Ahora Inepar es controlada por Inepar Administração e Participação, que posee el 61,4% de las acciones con derecho a voto y una estructura de gestión que se diferencia de la existente en el año 2001.



Esta estructura se compone de seis miembros del CA, la Junta Ejecutiva y un Consejo Fiscal, de carácter permanente. Las funciones del Presidente del CA y de la Junta Ejecutiva están a cargo del mismo profesional (Inepar, 2011a). Las funciones de estos miembros se presentan en forma resumida en el cuadro III.7.

### CUADRO III.7 ESTRUCTURA DE GOBERNANZA CORPORATIVA DE INEPAR

Papel y responsabilidades del Consejo de Administración	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Decidir los aumentos de capital y pagarés comerciales para su distribución pública.</li> <li>• Decidir las condiciones de emisión de obligaciones.</li> <li>• Decidir los presupuestos anuales para las operaciones e inversiones.</li> <li>• Elegir al Consejo Fiscal.</li> </ul>
Papel y responsabilidades de los directores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Preparar y supervisar los presupuestos, costos e inversiones de la empresa.</li> <li>• Informar a los inversores, la CVM y la bolsa de valores, así como mantener el registro de la empresa.</li> <li>• Asegurarse de que los estados financieros y los informes de la compañía cumplan con las leyes y reglamentos y siempre estén preparados y entregados a tiempo.</li> </ul>
Estructura del Consejo de Administración	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El CA se compone de seis miembros, con mandatos de dos años.</li> <li>• Por lo menos el 20% de los miembros del CA deben ser consejeros independientes.</li> </ul>
Papel y responsabilidades del Consejo Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El Consejo tiene las mismas facultades y derechos que figuran en la legislación.</li> </ul>
Selección de directores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La elección de los miembros del CA es decisión de la Asamblea General de Accionistas.</li> <li>• Los miembros de la Junta Ejecutiva son elegidos por el CA.</li> </ul>
Evaluación del desempeño de la gobernanza corporativa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los mecanismos de evaluación incluirán una serie de objetivos operacionales y financieros y el rendimiento individual.</li> <li>• La compañía no tiene indicadores de desempeño sobre la remuneración del CA y la Junta Ejecutiva.</li> </ul>
Alineamiento de administración - alta dirección y control interno	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La compañía cuenta con una auditoría interna, por medio de la que se revisan los controles internos de conformidad con el calendario o cronograma de cada año fiscal.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en la remuneración de los directores	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los miembros de la Junta y del Consejo Fiscal reciben una remuneración fija mensual determinada por la Asamblea General.</li> <li>• La remuneración de los miembros de la Junta está compuesta por un monto fijo mensual, que se define como la práctica del mercado de trabajo, con el límite máximo anual aprobado por la Asamblea General.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en gestión de riesgos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mediante el manejo de tasas de interés, se pretende reducir al mínimo el posible impacto de sus fluctuaciones en los instrumentos financieros. La estrategia de la compañía para este propósito ha sido la diversificación de sus operaciones, por ejemplo, la distribución de sus instrumentos financieros en fijas y variables.</li> <li>• La empresa lleva a cabo el seguimiento de las condiciones de financiación de sus ventas, así como la diversificación de su base de clientes. El mercado de divisas también recibe un seguimiento constante. En cuanto a la liquidez, la empresa se centra en mantener un margen de seguridad de efectivo disponible o sus cuentas equivalentes.</li> <li>• Los directores realizan la gestión del riesgo de interés, divisas, crédito y liquidez en sus operaciones con instrumentos financieros dentro de una política general de negocios. Se vigila continuamente el comportamiento de las tasas de interés del mercado a fin de evaluar la necesidad de operaciones de contratación para la protección contra el riesgo de volatilidad de estas tasas.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en la protección al accionista minoritario	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se ofrece un derecho de adhesión (tag along) del 80% a los propietarios de acciones preferenciales (sin derecho a voto).</li> <li>• La empresa, sus accionistas, funcionarios y miembros del Comité de Auditoría deben resolver mediante arbitraje cualquier disputa o controversia que surja entre ellos.</li> <li>• Además, los accionistas preferentes podrán votar por cuestiones tales como la transformación, fusión o escisión de la empresa y los contratos entre Inepar y su accionista mayoritario.</li> </ul>
Papel de la gobernanza corporativa en la revelación de la información	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El Director de Relaciones con Inversores es responsable de la comunicación y difusión de los acontecimientos.</li> <li>• La compañía se ha comprometido tanto con la divulgación de información requerida por la CVM y BM&amp;FBOVESPA, como con la difusión de información económica y financiera detallada a fin de dar mayor seguridad a las inversiones de los accionistas e inversores en el Brasil y en el extranjero.</li> </ul>

Fuente: INEPAR, 2010b; INEPAR, 2011a; INEPAR, 2011b.

En comparación con las otras cinco empresas, Inepar tuvo la menor calidad de deuda, a pesar de las gestiones por contar con una estructura de GC y de haber demostrado buenas prácticas desde 2001, cuando se inició el proceso de reestructuración. Sin embargo, la estrategia de crecimiento acelerado, la crisis financiera y también muchas adquisiciones debilitaron su posición financiera. Además, la prevalencia de conflicto de intereses entre el controlador y los demás accionistas contribuyó a deteriorar su situación. Se destaca, por ejemplo, la aversión del BNDES, así como de los demás accionistas, a inyectar capital en la empresa, dada la relación complicada con el accionista controlador. Este hecho enmarañó aún más la situación financiera de la compañía y contribuyó al incumplimiento de los deberes con los acreedores. En este escenario, las buenas prácticas de GC pudieron ser una herramienta eficaz para resolver estos conflictos y para evitar su impacto sobre la situación de la empresa.

## E. Análisis comparativo de los casos analizados

Para un análisis comparativo del enfoque de GC de las empresas analizadas, se utilizó la información disponible en el FR, anuarios de GC, los sitios de internet de las empresas y sus estatutos. Las cuestiones investigadas y su respectiva ponderación fueron sugeridas por la coordinación del estudio. Cuando las respuestas fueron afirmativas, se consideró un punto, multiplicado por el respectivo ponderador. Análogamente, las respuestas negativas fueron calificadas con cero. Como una limitación, cabe destacar que en los casos en que no se constató explícitamente la actuación de la compañía, se optó por considerar la pregunta como nula, con el fin de minimizar los errores. Por lo tanto, el cálculo de los niveles de GC es una estimación conservadora de la situación real de las empresas analizadas (cuadro III.8).

De forma general, los índices de las empresas brasileñas analizadas están muy distantes de los referentes (*benchmarks*). De hecho, para un valor máximo posible de diez, el valor máximo obtenido en la muestra del Brasil fue de 2,52, mientras los valores medio y mínimo fueron equivalentes a 1,79 y 1,35 respectivamente. Es importante considerar que este índice no pretende calificar el desempeño de la GC en general, sino solo evaluar las fortalezas y debilidades que puede tener la GC en un único aspecto relacionado con la emisión de deuda corporativa.

Reforzando el argumento, un valor bajo del indicador no significa que la GC en su totalidad está funcionando mal; solo refleja aspectos que deberían mejorarse para disminuir el riesgo en las emisiones de deuda. La principal conclusión del cuadro III.8 se refiere a la difusión limitada de algunos comités específicos. La mayoría de las empresas reportó que no cuenta con comités de auditoría, aunque en algunas experiencias se evidenció la utilización del Consejo Fiscal (o de supervisión). Solo una compañía mencionó la existencia de un comité de finanzas que, además de cuidar las finanzas, se encarga de calcular, difundir y gestionar los riesgos potenciales relacionados con sus actividades. Más importante aún, no fueron identificados comités de inversiones en activos financieros, de financiamiento corporativo ni de riesgo en ninguna de las seis compañías examinadas.

KPMG (2008) también ha demostrado que el uso de comités por los CA en el Brasil es bajo. En 2008, solo el 12% de todas las empresas que cotizaban en BM&FBOVESPA empleaba comités, aunque esta cifra fue mayor para las compañías que cotizan en el NM (25%) y sobre todo en el caso de las empresas que tienen certificados de depósito (*American Depository Receipt*, ADR niveles 2 y 3) transados en los Estados Unidos (82%). Incluso para este último grupo, a pesar de que todas las empresas tienen comités de auditoría, solo el 24% había adoptado un comité de finanzas o de inversiones. Esta evidencia, en cierto sentido, es consistente con los resultados presentados en el cuadro III.8. Aunque los autores no han discutido los factores determinantes de la baja utilización de los comités en las empresas brasileñas, la mayor difusión en las empresas que tienen ADR sugiere que su uso es más valorado en los mercados financieros más robustos. Por lo tanto, es razonable esperar un aumento de los comités en las compañías brasileñas en los próximos años, incluso como consecuencia de la mejora de las prácticas de GC que se ha observado en el país.

**CUADRO III.8**  
**ÍNDICE DE GOBERNANZA CORPORATIVA DE EMPRESAS**  
**BRASILEÑAS SELECCIONADAS**

Categorías	Estándares para bonos	Referente	Máximo	Mínimo	Media	Mediana
Papel del Consejo de Administración	1.1	¿Autoriza la emisión de bonos, independientemente de la exigencia del regulador de colocar un prospecto?	0,38	0	0	0
	1.2	¿El prospecto del bono cumple con requerimientos de oferta pública del regulador?	0,38	0,38	0,38	0,38
	1.3	¿Se conocen los usos de recursos en la estrategia empresarial por proyecto y/o reestructuración de deuda?	0,38	0,38	0,38	0,38
	1.4	¿Se conocen las implicaciones sobre emisiones existentes y acciones por niveles de apalancamiento?	0,38	0,38	0,38	0,38
	2.1	¿Se delega al comité de financiamiento corporativo el diseño y análisis de la emisión?	0,19	0	0	0
	2.2	¿Se delega al comité de riesgos el análisis de los riesgos financieros de la emisión?	0,19	0	0	0
	2.3	¿Se delega al comité de auditoría la definición de informes de control sobre la emisión?	0,19	0,19	0,06	0
Estructura del Consejo de Administración	3.1	¿Tiene el Consejo un tamaño entre 8 y 15 consejeros?	0,03	0,03	0,02	0,03
	3.2	¿Tiene el Consejo un mínimo del 50% de consejeros externos?	0,03	0,03	0,03	0,03
	3.3	¿Más de la mitad de los consejeros externos son independientes?	0,03	0,03	0,01	0
Papel del Presidente del Consejo de Administración	4.1	¿En la selección de algunos consejeros externos, se prioriza su conocimiento en finanzas y particularmente en financiamiento corporativo?	0,19	0,19	0,03	0
	4.2	¿Es el presidente del Consejo de Administración un consejero externo independiente?	0,38	0	0	0
Papel y selección de los consejeros ejecutivos o internows y de los consejeros externos	6.1	¿Más del 50% de los consejeros posee conocimientos sólidos y actualizados en finanzas y financiamiento corporativo?	0,10	0	0	0
	6.2	¿Más del 50% de los consejeros externos posee conocimientos sólidos y actualizados en finanzas y financiamiento corporativo?	0,10	0	0	0
	7.1	¿Existe un programa de capacitación sistemático para los consejeros?	0,19	0,19	0,03	0
	7.2	¿Cuentan con certificaciones en los temas financieros en que participan con decisiones?	0,19	0	0	0
	7.3	¿Se revisa periódicamente el desempeño de cada consejero externo?	0,19	0,19	0,08	0
	8.1	¿Los consejeros externos señalan cualquier conflicto de intereses en el proceso de emisión de bonos?	0,19	0,19	0,13	0,19

Categorías	Estándares para bonos	Referente	Máximo	Mínimo	Media	Mediana
	9.1	¿Hay tres o más consejeros externos por cada consejero interno?	0,19	0	0,16	0,19
	9.2	¿Un comité de consejeros independientes escoge a los consejeros externos?	0,19	0	0	0
	10.1	¿Los consejeros internos firman como responsables, legal y penalmente, de la información relevante en una emisión de bonos y de sus implicaciones para la situación financiera de la empresa?	0,38	0	0	0
	11.1	¿Es el director de auditoría Interna miembro del Consejo?	0,19	0	0	0
	11.2	¿El director de auditoría interna reporta al Consejo o al comité de auditoría?	0,19	0	0	0
	12.1	¿El comité de auditoría es presidido por un consejero independiente?	0,38	0	0,13	0
	12.2	¿El auditor externo es contratado por el comité de auditoría y reporta a este?	0,38	0	0	0
	12.3	¿El comité de auditoría aprueba el programa de auditoría externa e interna?	0,38	0	0	0
	12.4	¿Se cuenta con un sistema eficaz de informes sobre financiamiento corporativo?	0,38	0	0	0
	12.5	¿El comité elabora reportes periódicos, para el Consejo y para la Dirección General, sobre cumplimiento de las políticas de control interno en el uso de recursos financieros de financiamiento?	0,38	0	0	0
	13.1	¿El comité de inversiones es presidido por un consejero independiente?	0,10	0	0	0
	13.2	¿El presidente del comité de inversiones tiene experiencia probada en estrategias de inversión?	0,10	0	0	0
	13.3	¿El comité sesiona por lo menos una vez al mes?	0,10	0	0	0
	14.1	¿El comité es presidido por un consejero independiente?	0,38	0	0	0
	14.2	¿El presidente del comité tiene experiencia probada en financiamiento corporativo?	0,38	0	0	0
	14.3	¿El comité dictamina los requisitos de financiamiento de la empresa y la forma de satisfacerlos?	0,38	0	0	0
	14.4	¿El comité selecciona a los intermediarios financieros para colocar los bonos emitidos por la empresa?	0,38	0	0	0
	15.1	¿El comité de riesgos es presidido por un consejero independiente?	0,38	0	0	0
	15.2	¿El presidente del comité tiene experiencia y conocimiento probados en administración integral de riesgos?	0,38	0	0	0
	15.3	¿El comité de riesgos dictamina informes de riesgos financieros de la empresa?	0,38	0	0	0
	15.4	¿El comité de riesgos presenta los riesgos de emisión de los bonos de la empresa?	0,38	0	0	0
	TOTAL		10,00	1,35	1,79	1,67

Fuente: Elaboración propia.

La baja puntuación del cuadro III.8 para todas las empresas no permite asegurar una correlación positiva entre las mejores prácticas de GC y

el mejor comportamiento en relación con la deuda emitida. También este resultado puede atribuirse, en parte, al hecho de que se trata de prácticas de GC en el presente, mientras que los problemas de incumplimiento se produjeron en años anteriores. Por lo tanto, una empresa que enfrenta problemas de solvencia podría haber sido presionada para mejorar su GC. Por otra parte, sería poco práctico tratar de calcular este resultado en el momento de los problemas financieros, no solo debido a la dificultad de obtener datos, sino sobre todo porque la GC es un proceso de mejora continua.

El cuadro III.9 ofrece un segundo intento de sistematización, aún más simplificada, de las seis experiencias analizadas. Solo cuatro factores fueron considerados: a) el tipo de mercado de la BM&FBOVESPA (tradicional, Nivel 1, Nivel 2 y NM), entendida como sustituto (*proxy*) del nivel formal de la GC; b) los graves problemas de GC, comprendida como un indicador del nivel real de la GC; c) la adopción del comité de finanzas, que se toma como parámetro para la gestión del riesgo; y d) el incumplimiento (*default*) o la renegociación de la deuda.

**CUADRO III.9**  
**GOBERNANZA CORPORATIVA Y PROBLEMAS CON DEUDAS**  
**EN EMPRESAS SELECCIONADAS**

	Tipo de mercado en la BM&FBOVESPA	Graves problemas de GC	Comité de finanzas	Incumplimiento o renegociación de la deuda
Petrobras	Tradicional	No	Sí	No
Bradespar	Nivel 1 (2001)	No	No	No
DASA	NM (2004)	Sí	No	No
Klabin	Nivel 1 (2002)	No	No	2002
Lupatech	NM (2006)	Sí	No	2009, 2011
Inepar	Nivel 2 (2008)	Sí	No	2002-2003

Fuente: Elaboración propia

Mediante el examen de seis compañías brasileñas, se concluyó que la relación entre la GC y la emisión de deuda es compleja, tal como se describe a continuación:

- No necesariamente la adhesión a los más altos niveles de GC (NM de BM&FBOVESPA) es la mejor garantía de prácticas eficaces de GC, como se ejemplifica con las controvertidas operaciones con partes relacionadas de DASA;
- No necesariamente una mejora de la GC (la migración a los niveles diferenciados de BM&FBOVESPA) basta para evitar problemas financieros derivados de acontecimientos inesperados, como se ilustra en el caso de Klabin;
- En algunos casos, la combinación de alto riesgo (alta tasa de crecimiento, mayor diversificación productiva y gran dependencia en un consumidor) terminó subordinándose a la necesidad de aprovechar las oportunidades de mercado, como se señala en el caso de Lupatech;
- En algunos casos, la mejora de la GC (migración hacia niveles diferenciados de BM&FBOVESPA) se produjo un tiempo después de los problemas con la emisión de deuda.

## F. Conclusiones y recomendaciones

Mediante el análisis del mercado de capitales brasileño se observa la escasa prioridad otorgada a los títulos de deuda privada en el país antes de mediados de 1990. Esto ocurrió sobre todo debido a la falta de regulación, altos índices de inflación, altas tasas de interés y otros factores inherentes a la inestabilidad económica vivida en el Brasil. Sin embargo, este tipo de financiamiento tuvo un importante desarrollo, sobre todo después del Plan Real, en 1994.

Los títulos de deuda en el Brasil son, en su mayoría, públicos. Paula y otros (2009) consideran que la rentabilidad, junto con la baja incidencia de los riesgos derivados de las emisiones soberanas, influyen negativamente en el mercado brasileño de obligaciones corporativas. Junto a esto, la baja liquidez del sector secundario de obligaciones es un factor que reduce el atractivo para los inversores. Para remediar esta situación, el BNDES ha invertido mucho en el desarrollo del mercado de títulos de deuda, sea como comprador de estos títulos o por medio de proyectos en colaboración con otras entidades, como la BM&FBOVESPA.

Se observó que, a partir de 2004, el mercado de títulos de deuda ha crecido considerablemente. Los títulos privados como proporción del PIB se expandieron del 2,4% en diciembre de 2004 al 5,6% en diciembre de 2008 y al 9,5% en diciembre de 2010. El aumento de obligaciones emitidas en los esfuerzos restringidos, sobre la base de la Instrucción CVM 476, ha contribuido a ello. Este incremento se debió a una mayor agilidad y facilidad para el proceso de emisión de obligaciones en el país a partir de 2009. Además, el formulario de referencia, un requisito establecido por la Instrucción CVM 480, proporciona más información sobre las empresas brasileñas.

Otro determinante en el mercado de títulos de deuda se refiere al riesgo de incumplimiento (*default*) de las emisiones o de renegociaciones con los acreedores. Esto quedó en evidencia para Inepar, que atravesó una crisis y fue incapaz de cumplir sus deberes con los inversionistas. Además de esta empresa, otras tuvieron que renegociar algunas cláusulas con los acreedores de sus obligaciones, como Lupatech (debido a una agresiva estrategia de crecimiento, combinada con una gran dependencia en un cliente, que conllevó un mayor riesgo) y Klabin, que enfrentó una abrupta reversión de las condiciones de financiamiento externo que afectó las líneas tradicionales de anticipación de los contratos de exportación.

Para proteger a los inversores en el momento de adquirir una obligación, contar con mayor información sobre los riesgos relacionados con las empresas es esencial. Por lo tanto, el uso de buenas prácticas de GC es una alternativa que, además de aportar varios beneficios a las empresas y sus accionistas, ayuda a los inversionistas y a los acreedores a tomar decisiones de manera consecuente. Incluso con respecto a la GC, la Ley 10.303/2001, que modificó la Ley 6404/1976, ha producido varios beneficios importantes, tales como la reducción de la proporción de acciones sin derecho a voto y la posibilidad de utilizar el arbitraje para la solución de conflictos. Además de los beneficios de la legislación, la CVM e IBGC emitieron códigos de buenas prácticas de GC a fin de mitigar la asimetría de la información.

BM&FBOVESPA, a su vez, estableció segmentos diferenciados de GC en 2001, por medio de los que las empresas acatan voluntariamente las directrices de su segmento respectivo. El objetivo era dar señales al mercado de que las empresas se comprometían a la transparencia, la equidad y la rendición de cuentas. Sin embargo, existen empresas que, aunque permanezcan listadas en el mercado tradicional, poseen una buena estructura de GC y tienen buenas prácticas.

Petrobras, por ejemplo, está listada en el segmento tradicional de la BM&FBOVESPA, pero cuenta con un código de buenas prácticas de GC. En lo que respecta al cumplimiento de sus obligaciones, la empresa no ha presentado problemas. Sus calificaciones de riesgo siempre son

excelentes y coherentes con los hechos posteriores a las emisiones. Su estructura de GC es más robusta que la de las demás compañías, pues es la única con un Comité de Finanzas y otros comités que no han sido identificados en los otros cinco casos. Este resultado no puede disociarse de su escala empresarial más amplia, lo que termina estimulando el mejoramiento de las prácticas de GC y de gestión de riesgos.

Bradespar, un consorcio financiero (*holding*), que pertenece al Nivel 1 de GC de la BM&FBOVESPA, también emitió obligaciones con bajo riesgo crediticio. Compró sus obligaciones por adelantado y no se identificaron problemas con los titulares de sus obligaciones. Esta organización no ha instalado comités y, por lo tanto, no tiene una comisión específica y formal para abordar riesgos, finanzas y asuntos relacionados con la auditoría; incorporarlos a su estructura contribuiría a mejorar sus operaciones.

DASA, que opera en el mercado de la salud, figura en el NM de la BM&FBOVESPA. Fue de las primeras empresas en atomizar su capital en el Brasil. Con el fin de expandir sus negocios, ofreció acciones y obligaciones, que fueron calificadas como procedentes de una organización susceptible a los cambios económicos. La empresa solo tiene una emisión en circulación y no se ha identificado evidencia de problemas con los tenedores de bonos. En cambio, sí ha enfrentado problemas de GC relacionados con transacciones con partes relacionadas. Su estructura no incluye comités de inversiones, finanzas ni riesgos. Sin embargo, cuenta con un Comité de Auditoría que ayuda a evaluar sus procesos internos y supervisa el trabajo de auditoría interna y externa.

Lupatech, una empresa que suministra equipos y servicios principalmente al sector de petróleo y gas, fue cotizada en la bolsa de valores en 2006 (adscrita al NM de la BM&FBOVESPA) y, en ese mismo año, emitió obligaciones. Su calificación no fue buena, pero la agencia calificadora consideraba que era posible que pagara sus obligaciones. Dos años más tarde, la compañía realizó una colocación privada y contó con el apoyo de BNDES para reestructurar su perfil de deuda. En los meses siguientes, se hicieron tres renegociaciones con los titulares de sus obligaciones y se han pagado los costos relacionados con los pactos (*covenants*). Para salir de esta situación, la organización presentó una estrategia basada en la disposición de activos y la reducción de sus costos. Además de haber incurrido en incumplimiento de pago, ha visto cuestionada la eficacia de su modelo de GC. El establecimiento de comités auxiliares en finanzas y en gestión de riesgos, así como la promoción de las mejores prácticas de GC, podrían apoyar mejores decisiones en la entidad y proporcionar información más consistente a los inversionistas.

Klabin, una empresa que opera en el mercado de celulosa y papel, también adoptó una postura de expansión. La empresa creció rápidamente y tuvo que recurrir al mercado de deuda para financiar sus actividades. En el punto álgido de la crisis resultante de la reducción de las fuentes tradicionales de financiación (crédito a la exportación), incurrió en algunos incumplimientos de sus obligaciones relacionadas con acreedores. Además, se vio obligada a vender algunos activos y buscar otras formas de mejorar su desempeño financiero. Paradojalmente, esto ocurrió el mismo año en que se registró en el Nivel 1 de GC de BM&FBOVESPA. La compañía tampoco cuenta en su estructura con comités relacionados con riesgo, finanzas ni auditoría.

Inepar, empresa suministradora de sistemas y equipos, tenía problemas evidentes en el cumplimiento de sus obligaciones. Su larga reestructuración y la crisis que enfrentó hicieron necesaria la renegociación de la deuda y dieron lugar a incumplimiento. La estructura de la GC se puede mejorar para aprovechar los beneficios de la creación de comités que, hasta el momento, no existen en la empresa. Además, el conflicto de intereses entre accionistas —que impidió incluso una reestructuración financiera y generó pérdidas a los tenedores de bonos— es también un aspecto que puede atenuarse o eliminarse con la aplicación eficaz de las buenas prácticas de GC.

En general, una de las principales conclusiones es que, al calcular un índice para evaluar las fortalezas y debilidades de la GC en la emisión de deuda, se constató la necesidad de aumentar la

adopción de comités en las empresas brasileñas, en particular los comités de inversiones en activos financieros, de financiamiento corporativo y de riesgos. Esto tendería a disminuir el riesgo de las emisiones de deuda.

La dificultad de correlacionar las mejores prácticas de GC con un menor riesgo en una determinada emisión de deuda se debe a que no se trata necesariamente de fenómenos sincrónicos, sino de procesos evolutivos. Hoy, por supuesto, las empresas brasileñas adoptan mejores prácticas de GC que hace una década, en general, y en términos de emisión de títulos de deuda, en particular. Por otra parte, los mejores fundamentos macroeconómicos del país están creando nuevas oportunidades de negocio y un mayor apalancamiento financiero de las empresas. Como consecuencia, la posibilidad de emisiones de deuda se ha incrementado.

En este contexto, se observa que el mercado de títulos de deuda ha crecido de manera significativa en el país, junto con el estímulo, incluyendo del BNDES, cuyas líneas de crédito han sido una de las principales fuentes de recursos financieros para las empresas. La expectativa de ANBIMA (2010) es que la emisión de obligaciones aumente aún más en los próximos años. El Nuevo Mercado de la Renta Fija (NMRF) debe empezar a finales de este año. Con este se procura reducir los costos de transacción y obtener más transparencia, liquidez y volumen. Por lo tanto, se busca profundizar el mercado secundario de títulos de deuda. La iniciativa voluntaria de autorregulación está inspirada en experiencias similares en el NM de BM&FBOVESPA y es apoyada por el BNDES. El NMRF está basado en pilares como: títulos estandarizados, para facilitar el análisis y la comparación con otros activos por parte de los inversores; atomización de la compra (ningún inversor puede quedar con más del 20% de la emisión), para estimular el mercado secundario de estos títulos; bajo valor unitario de la obligación, para atraer más inversionistas (en este escenario, los papeles del NMRF tendrían un valor unitario de R\$ 1.000); por último, la creación de dos fondos de liquidez. La tarea principal del primero es fomentar la liquidez del mercado secundario en una fase de transición y promover la transparencia de precios. La idea es que los fondos privados y voluntarios, en asociación con el BNDES, sean actores de peso en el marco de las propuestas. El segundo es un fondo privado, con el fin de asegurar la liquidez ante el debilitamiento de uno u otro intermediario.

Considerando que el NMRF es una iniciativa conjunta de los bancos privados, el gobierno, las empresas y los inversores para fomentar el mercado de la emisión de deuda en el Brasil, no es recomendable proponer otras medidas de políticas públicas en este momento. Es necesario aguardar a que este proyecto avance más para hacer nuevas sugerencias. Por otro lado, la GC ofrece herramientas vitales para las empresas, pues la transparencia y la rendición de cuentas ayudan a mitigar el riesgo para los accionistas minoritarios y acreedores. Eso, obviamente, es esencial para el desarrollo del mercado de títulos de deuda. En resumen, el mercado de obligaciones en el Brasil se encuentra todavía en las primeras etapas de crecimiento. Queda un largo camino por recorrer —incluida la necesidad de ampliar la liquidez del mercado secundario—, en el que las buenas prácticas de GC son importantes para superar los obstáculos. En particular, se recomienda la creación y el mayor empleo de comités de inversiones en activos financieros, de financiamiento corporativo y de riesgos.



## Abreviaturas y siglas

ADR - American Depositary Receipt  
ANBIMA – Asociación Brasileña de las Entidades de los Mercados Financieros y de Capitales  
ANDIMA - Asociación Nacional de las Instituciones del Mercado Financiero  
ANEFAC - Asociación Nacional de Ejecutivos de Finanzas  
BM&FBOVESPA - Bolsa de Valores, Mercaderías y Futuros de São Paulo  
BNDES - Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social  
CA - Consejo de Administración  
CDI - Certificados de Depósito Interbancario  
CEMEC - Centro de Estudios del Mercado de Capitales  
CETIP - Central de Custodia y Liquidación Financiera de Títulos  
CMN - Consejo Monetario Nacional  
CRI - Certificados por Cobro de Bienes Inmobiliarios  
CVM – Comisión de Valores Mobiliarios  
DASA - Diagnósticos da América S.A  
DI - Depósito Interbancario  
EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*  
FIDC - Fondos de Derechos de Crédito  
FR - Formulario de Referencia  
GC - Gobernanza Corporativa  
IBGC - Instituto Brasileño de Gobernanza Corporativa  
IGP-M - Índice General de Precios  
K&S - Kaestner & Salermo Comércio e Serviços  
MNA - Metalúrgica Nova Americana  
NM - Nuevo Mercado  
NMRF - Nuevo Mercado de la Renta Fija  
NP – Pagarés  
OSGH - Obligaciones Sin Garantía Hipotecaria  
PETROBRAS - Petróleo Brasileiro S.A  
PIB – Producto Interno Bruto  
PRISMA - Sistema Integrado de Evaluación y Métodos de Control Interno  
SA - Sociedad Anónima  
SND - Sistema Nacional de Obligaciones  
SOX - Ley Sarbanes-Oxley  
TJLP - Tasa de Interés de Largo Plazo  
VAR - Valor en Riesgo

## Bibliografía

- ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros de Capitais) (2010), *Boletim ANBIMA*, año V, N° 55, diciembre [en línea] <http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?id=4103> [fecha de consulta: 28 de mayo de 2011].
- \_\_\_\_ (2008a), “Gerenciamento de conflitos de interesses pelos intermediários financeiros nos processos de ofertas de valores mobiliários”, Río de Janeiro [en línea] [http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/conflitos\\_interesses.pdf](http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/conflitos_interesses.pdf) [fecha de consulta: 28 de mayo de 2011].
- \_\_\_\_ (2008b), “Debêntures”, *Estudos Especiais* [ en: línea] <http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/debentures.pdf> [fecha e consulta: 26 de mayo de 2011].
- Andrade, A y J.P. Rossetti (2004), *Governança Corporativa – Fundamentos, desenvolvimento e tendências*, São Paulo, Atlas.
- Assaf Neto, A. (2003), “Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil. Uma aplicação prática”, tese apresentada para concorrer ao Concurso de Livre-docência no Departamento de Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto – Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto.
- BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) (2011), “Desembolso anual do Sistema BNDES 2011” [en línea] [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/empresa/estatisticas/Int2\\_1D\\_a\\_produto.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/estatisticas/Int2_1D_a_produto.pdf) [fecha de consulta: 21 de mayo de 2011].
- \_\_\_\_ (2010), “BNDES amplia instrumentos para estimular financiamento de longo prazo”, 15 de diciembre [en línea] [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/Sala\\_de\\_Imprensa/Noticias/2010/financas/20101215\\_longo\\_prazo.html](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Sala_de_Imprensa/Noticias/2010/financas/20101215_longo_prazo.html) [fecha de consulta: 1 de julio de 2011].
- Borini, F. M. y E. P. Lucchesi (2004), . “Conflitos de agência e a performance das subsidiárias de multinacionais estrangeiras no Brasil”, VII SEMEAD [en línea] [http://www.ead.fea.usp.br/semead/7semead/paginas/artigos%20recebidos/Adm%20Geral/ADM49\\_-\\_Conflitos\\_de\\_agencias.PDF](http://www.ead.fea.usp.br/semead/7semead/paginas/artigos%20recebidos/Adm%20Geral/ADM49_-_Conflitos_de_agencias.PDF) [fecha de consulta: 16 de junio de 2011].
- BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) (2011), [en línea] <http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br> [fecha de consulta: 20 de mayo de 2011].
- BRADESCO (2011a), “Informações institucionais” [en línea] <http://www.bradespar.com.br> [fecha de consulta: 30 de mayo de 2011].

- \_\_\_\_ (2011b), “Formulário de Referência” [en línea] [http://www.bradespar.com.br/static\\_files/Bradespar/pdf/FR\\_Bradespar\\_2011.pdf](http://www.bradespar.com.br/static_files/Bradespar/pdf/FR_Bradespar_2011.pdf) [fecha de consulta: 1 de julio de 2011].
- \_\_\_\_ (2009), *BRADESPAR. Relatório Anual 2009* [en línea] <http://www.mz-ir.com/bradespar/RAO2009/> [fecha de consulta: 31 de mayo de 2011].
- Braga Júnior, J. A. y O.A.P. Almeida (2010), “Transparência e Confidencialidade na Governança Corporativa”, *Caderno de Pesquisa*, vol. 1, N° 1 [en línea] <http://seer.franca.unesp.br/index.php/cadernopesquisa/article/view/201> [fecha de consulta: 18 de junio de 2011].
- Brasil, Gobierno de (1965), Lei N° 4.728, de 14 de Julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento [en línea] [http://www.planalto.goIII.br/ccivil\\_03/leis/l4728.htm](http://www.planalto.goIII.br/ccivil_03/leis/l4728.htm) [fecha de consulta: 20 mayo 2011].
- \_\_\_\_ (1976), Lei n° 6.385, de 7 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários [en línea] [http://www.planalto.goIII.br/ccivil\\_03/Leis/L6385.htm](http://www.planalto.goIII.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm) [fecha de consulta: 20 de mayo de 2011].
- \_\_\_\_ (1976), Lei n° 6.404, de 15 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações [en línea] [http://www.planalto.goIII.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.goIII.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm) [fecha de consulta: 20 de mayo de 2011].
- \_\_\_\_ (2001), Lei n° 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei n° 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei n° 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários [en línea] [http://www.planalto.goIII.br/ccivil\\_03/Leis/LEIS\\_2001/L10303.htm](http://www.planalto.goIII.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10303.htm) [fecha de consulta: 20 de mayo de 2011].
- Brito, G. A. S.; L.J. Corrar y A. Assaf Neto (2009), “Sistema de classificação de risco de crédito: uma aplicação a companhias abertas do Brasil”, *Congresso de Controladoria e Contabilidade da USP* [en línea] <http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos92009/250.pdf> [fecha de consulta: 26 de mayo de 2011].
- Carvalho, A. G. (2002), “Governança corporativa no Brasil em perspectiva”, *Revista de Administração*, vol. 37, N° 3.
- C&D (2010), “Relatório Anual de Agente Fiduciário – Inepar” [en línea] <http://www.ceddsvm.com.br/arquivos/INEPAR%20-%20Relatorio%202010.pdf> [fecha de consulta: 23 de mayo de 2011].
- CEMEC (Centro de Estudos de Mercado de Capitais) (2009), *Financiamento da Economia Brasileira*, São Paulo.
- Correa, C. Y G. Fogaça (2009), “Da euforia ao ceticismo”, *Exame*, 6 de agosto.
- Coutinho, J. R. R. (2010), “O uso de derivativos de câmbio e o custo de capital: evidências das empresas brasileiras”, *Dissertação (mestrado)*, Escola de Economia de São Paulo.
- Coutinho, L. (2004), “Retomando o desenvolvimento financeiro”, *Valor Econômico*, 7 de mayo [en línea] <http://www.debentures.com.br/informacoesaomercado/noticias.asp?mostra=933> [fecha de consulta: 25 de mayo de 2011].
- Crouhy, M., D. Galai y R. Mark (2001), “Prototype Risk Rating System”, *Journal of Banking and Finance*.
- Custodio, M. A. y otros (2006), “Caracterização da Governança Corporativa no Brasil e a importância da evidenciação nos informes contábeis”, *Congresso de Controladoria e Contabilidade da USP* [en línea] <http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos62006/354.pdf> [fecha de consulta: 15 de junio de 2011].
- CVM (Comissão de Valores Mobiliários) (2004), Instrução CVM 404, de 13 de fevereiro de 2004. Dispõe sobre o procedimento simplificado de registro e padrões de cláusulas e condições que devem ser adotados nas escrituras de emissão de debêntures destinadas a negociação em segmento especial de bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado. [en línea] <http://www.cvm.goIII.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst404.htm> [fecha de consulta: 28 de mayo de 2011].

- \_\_\_\_ (2009a), Instrução CVM 476, de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados [en línea] <http://www.cvm.goIII.br/port/infos/inst476.pdf> [fecha de consulta: 25 de mayo de 2011].
- \_\_\_\_ (2009b), Instrução CVM 480, de 7 dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários [en línea] <http://www.cvm.goIII.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm> [fecha de consulta: 29 de mayo de 2011].
- \_\_\_\_ (2002), “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”, junio [en línea] [www.cvm.goIII.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc](http://www.cvm.goIII.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc) [fecha de consulta: 28 de mayo de 2011].
- DASA (Diagnósticos da América S.A.) (2011a), Sitio de la empresa [en línea] <http://www.diagnosticosdaamerica.com.br> [fecha de consulta: 15 de junio de 2011].
- \_\_\_\_ (2011b), “Diagnósticos da América S.A. Formulário de Referência”.
- De Paula, G. M (2009), “Gobernanza corporativa y mercado de capitales en Brasil”, *Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina*, Georgina Núñez, Andrés Oneto y Germano Mendes de Paula (orgs.), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/Mayol Ediciones.
- Exame (2001), “Endividado e enfraquecido, Atilano de Oms Sobrinho foi colocado contra a parede por seus sócios no Inepar. Até quando poderá resistir?”, 8 de agosto [en línea] <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/0746/noticias/encurralado-m0053202>.
- Farhi, M. Y R.A.Z. Borghi (2009), “Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes”, *Estudos Avançados*, vol. 23, Nº 66 [en línea] <http://www.scielo.br/pdf/ea/v23n66/al3v2366.pdf> [fecha de consulta: 1 de julio de 2011].
- Fernandes, F. C., J.A.L. SOUZA y A. C. Faria (2010), “Evidenciação de riscos e captação de recursos no mercado de capitais: um estudo do setor de energia elétrica”, *Contabilidade, Gestão e Governança*, vol. 13, Nº 1.
- Fraletti, P. y W. Eid JR. (2005), “A relevância do rating e de outros fatores na determinação do rendimento das debêntures emitidas no mercado brasileiro”, *Working Paper* [en línea] [www.alianti.com.br/pdf/Debentures%20Rendimento%20e%20Rating.pdf](http://www.alianti.com.br/pdf/Debentures%20Rendimento%20e%20Rating.pdf) [fecha de consulta: 17 de junio de 2011].
- Gallon, A. III., I.M. Beuren y N. Hein (2008), “Evidenciação Contábil: itens de maior divulgação nos relatórios da administração das empresas participantes dos níveis de governança da Bovespa”, *Revista Contabilidade Vista e Revista*, vol. 19, Nº 2 [en línea] <http://www.face.ufmg.br/revista/index.php/contabilidadevistaerevista/article/viewFile/357/356> [fecha de consulta: 17 de junio de 2011].
- Gazeta de Caxias* (2010), “Empresário Nestor Perini defende-se das acusações”, 9 de abril [en línea] [http://www.gazetadecaxias.com.br/noticias/geral/Empresario\\_Nestor\\_Perini\\_defendese\\_das\\_acusacoes/](http://www.gazetadecaxias.com.br/noticias/geral/Empresario_Nestor_Perini_defendese_das_acusacoes/) [fecha de consulta: 28 de junio de 2011].
- Godoy, P. y R. Marcon (2006), “Teoria da Agência e os conflitos organizacionais: a influência das transferências e das promoções nos custos de agência em uma instituição bancária”, *Revista de Administração Mackenzie*, vol. 7, Nº 4.
- Harris, M. y A. Raviv (1991), “The Theory of Capital Structure”, *Journal of Finance*, vol. 45, Nº 2.
- IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) (2009), *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* [en línea] <http://www.ibgc.org.br/Home.aspx> [fecha de consulta: 20 de mayo de 2011].
- IEDI (Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial) (2011), “O novo boom do endividamento externo brasileiro”, *Carta IEDI*, Nº 472, 17 de junio [en línea] [http://www.iedi.org.br/cartas/carta\\_iedi\\_n\\_472\\_o\\_novo\\_boom\\_do\\_endividamento\\_externo\\_brasileiro.html](http://www.iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_472_o_novo_boom_do_endividamento_externo_brasileiro.html) [fecha de consulta: 13 de julio de 2011].

- INEPAR (2011a), Sitio de la empresa [en línea] <http://www.inepar.com.br/ri/> [fecha de consulta: 20 de mayo de 2011]
- \_\_\_\_ (2011b), “Formulário de Referência”.
- \_\_\_\_ (2010a), Relatório de Administração.
- \_\_\_\_ (2010b), “Formulário de Referência”.
- Jensen, M. C. y W.H. Meckling (1976), “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3.
- KLABIN S.A. (2003), “Demonstrações Financeiras Padronizadas”, 31 de diciembre.
- \_\_\_\_ (2011a), Sitio de la empresa [en línea] <http://www.klabin.com.br/pt-br/home/default.aspx> [fecha de consulta: 20 de mayo de 2011].
- \_\_\_\_ (2011b), “Formulário de referência”.
- KPMG (2008), *A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais: um panorama atual das corporações brasileiras na Bovespa e nas Bolsas Norte-Americanas*, São Paulo-Rio de Janeiro, Centro de Estudos da Governança Corporativa FIECAFI/USP.
- Kroehn, M. (2010), “Nestor Perini é acusado de fraude e perde R\$ 6,8 milhões em ações da própria companhia, a Lupatech”, *Isto é dinheiro*, N° 651, marzo [en línea] [http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/17903\\_UM+PRESIDENTE+EM+APUROS](http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/17903_UM+PRESIDENTE+EM+APUROS) [fecha de consulta: 1 de julio de 2011].
- La Porta y otros (1999), *Investor Protection and Corporate Governance* [en línea] [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=183908](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=183908) [fecha de consulta: 29 de mayo de 2011].
- Laguna, E. (2011), “Dasa planeja captação de R\$ 810 milhões com debêntures”, *Valor Online*, 23 de marzo [en línea] <http://www.valoronline.com.br/online/outros/58/401769/dasa-planeja-captacao-de-r-810-milhoes-com-debentures> [fecha de consulta: 31 de mayo de 2011].
- Lima, S. (2011), “Lupatech: no lugar certo, na hora errada”, *Exame*, 6 de abril [en línea] <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/0989/noticias/no-lugar-certo-na-hora-errada> [fecha de consulta: 28 de junio de 2011].
- LUPATECH (2011a), “Formulário de referência de 2011”. [en línea] [http://lupatech.infoinvest.com.br/ptb/1624/FR\\_20110225.pdf](http://lupatech.infoinvest.com.br/ptb/1624/FR_20110225.pdf) [fecha de consulta: 25 junio 2011].
- \_\_\_\_ (2011b), Sitio de la empresa [en línea] [www.lupatech.com.br](http://www.lupatech.com.br) [fecha de consulta: 13 de julio de 2011].
- \_\_\_\_ (2009), “Segundo aditamento ao instrumento particular de escritura da 2ª emissão de debêntures conversíveis em ações, da espécie com garantia flutuante para colocação privada da Lupatech S.A.” [en línea] [http://lupatech.infoinvest.com.br/static/ptb/arquivos/21.1\\_Cartilha\\_de\\_Debentures\\_Conversiveis\\_20101230.pdf](http://lupatech.infoinvest.com.br/static/ptb/arquivos/21.1_Cartilha_de_Debentures_Conversiveis_20101230.pdf) [fecha de consulta: 26 de junio de 2011].
- \_\_\_\_ (2010a), “Conclusão do Processo de Reestruturação do Perfil de Endividamento Financeiro da Companhia”, Caxias do Sul, 4 de enero [en línea] <http://lupatech.infoinvest.com.br/ptb/1333/Comunicado%20ao%20Mercado%20Concluso%E3o%20Reestrutura%E7%E3o%20Divida%2020100104%20PT%20EN.pdf> [fecha de consulta: 25 de junio de 2011].
- \_\_\_\_ (2010b), “Demonstrações Financeiras Padronizadas”, 31 de diciembre [en línea] [http://lupatech.infoinvest.com.br/ptb/1934/DFP2010PT\\_enviadaem20110302.pdf](http://lupatech.infoinvest.com.br/ptb/1934/DFP2010PT_enviadaem20110302.pdf) [fecha de consulta: 26 de junio de 2011].
- \_\_\_\_ (2010c), “Emissão de Debêntures Conversíveis em Ações”, 30 de diciembre [en línea] [http://lupatech.infoinvest.com.br/static/ptb/arquivos/21.1\\_Cartilha\\_de\\_Debentures\\_Conversiveis\\_20101230.pdf](http://lupatech.infoinvest.com.br/static/ptb/arquivos/21.1_Cartilha_de_Debentures_Conversiveis_20101230.pdf) [fecha de consulta: 26 de junio de 2011].
- \_\_\_\_ (2010d), “Esclarecimentos sobre Matéria da Imprensa”, 28 de marzo [en línea] [siteempresas.bovespa.com.br/consbov/VisualizaArquivo.asp?](http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/VisualizaArquivo.asp?) [fecha de consulta: 28 de junio de 2011].
- MILÊNIO (2005), “Empresas brasileiras descubrem na Governança Corporativa as virtudes da transparência e da ética”, *Revista da Escola de Administração-UFRGS*, año 4, N° 12 [en línea] <http://www.ea.ufrgs.br/publicacoes/Milenio/inverno%202005.pdf> [fecha de consulta: 28 de junio de 2011].

- Moreiras, L. M. F. (2010), “Os Efeitos da Governança Corporativa sobre a Informação Assimétrica”, tesis de doctorado, Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo [en línea] <http://bibliotecadigital.fgIII.br/dspace/bitstream/handle/10438/4447/71060100672.pdf?sequence=1> [fecha de consulta: 18 de junio de 2011].
- Oliveira, M. S. (2011), “Debêntures, atalho para financiar a infraestrutura no país”, *Valor Online*, 1 de abril [en línea] <http://www.valoronline.com.br/impresso/investimentos/119/406679/debentures-atalho-para-financiar-a-infraestrutura-no-pais> [fecha de consulta: 21 de mayo de 2011].
- Omar Camargo (2011), “Relatório Anual do Agente Fiduciário – Inepar” [en línea] <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/consbov/ArquivosExibe.asp?site=B&protocolo=288287> [fecha de consulta: 21 de mayo de 2011].
- Paiva, E. III. S., J.R.F. Savoia, L.J. Corrar (2008), “Avaliação das diferenças de ratings em emissões de debêntures no Brasil: 2000 a 2007”, XI Seminários de Administração, São Paulo, SEMEAD.
- Paula, L. F. y otros (s/f), “Mercado de títulos de dívida brasileiro no período 1995-2008: Causas e determinantes da evolução recente”, Projeto BNDES-FECAMP-UNICAMP-UFRJ-2008-2009 [en línea] [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/empresa/pesquisa/SubprojetoIV\\_PIF.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/pesquisa/SubprojetoIV_PIF.pdf) [fecha de consulta: 27 de mayo de 2011].
- PENTAGONO (2007), “Relatório do Agente Fiduciário-2007”, [en línea] <http://lupatech.infainvest.com.br/ptb/403/Relat%F3rio%20do%20Agente%20Fiduci%20Elrio%20LUPATECH%202007.pdf> [fecha de consulta: 26 de junio de 2011].
- \_\_\_\_ (2008), “Relatório Anual do Agente Fiduciário - Inepar Indústria e Construções”.
- PETROBRAS (Petróleo Brasileiro S. A.) (2002a), “Prospecto de oferta pública de pública de debêntures simples da espécie sem garantia, quirografárias e sem preferência, em série única da 2ª emissão da Petrobras”.
- \_\_\_\_ (2002b), “Proposta de Reforma do Estatuto Social”.
- \_\_\_\_ (2002c), “Prospecto de oferta pública de pública de debêntures simples da espécie sem garantia, quirografárias e sem preferência, em série única da 3ª emissão da Petrobras”.
- \_\_\_\_ (2011a), “Formulário de Referência” [en línea] [www.petrobras.com.br/ri/publicador/arq/126/arq\\_126\\_12118.pdf](http://www.petrobras.com.br/ri/publicador/arq/126/arq_126_12118.pdf) [fecha de consulta: 12 de julio de 2011].
- \_\_\_\_ (2011b), sitio de la empresa [en línea] <http://www.petrobras.com.br/pt/> [fecha de consulta: 25 de mayo de 2011].
- Reuters (2010), “Mantega: governo deve incentivar debêntures com isenção de IR”, *IG*, 9 de septiembre [en línea] <http://economia.ig.com.br/mercados/mantega+governo+deve+incentivar+debentures+com+isencao+de+ir/n1237772611173.html> [fecha de consulta: 21 de mayo de 2011].
- Rocca, C.A. (2011), “Financiamento de Investimentos no Brasil e nas Companhias Abertas”, 9º Seminário CEMEC de Mercado de Capitais, São Paulo, 31 de mayo.
- Rodrigues, A. T. L. (2003), “Governança Corporativa: quando a transparência passa a ser uma exigência global”, IX Convenção de Contabilidade do Rio Grande do Sul, 13 a 15 de agosto [en línea] <http://www.ccontabeis.com.br/conv/t04.pdf> [fecha de consulta: 15 de junio de 2011].
- Rogers, P., J.R. Securato y K.C. Ribeiro (2008), “Governança Corporativa, Custo de Capital e Retorno do Investimento no Brasil”, *Revista de Gestão USP*, São Paulo, vol. 15, Nº 1 [en línea] <http://www.revistasusp.sibi.usp.br/pdf/rege/v15n1/v15n1a5.pdf> [fecha de consulta: 31 de mayo de 2011].
- Saito, R., H.H. Sheng, M.L. Bandeira (2007), “Governança Corporativa Embutida nas Escrituras de Debêntures Emitidas no Brasil”, *RAUSP*, vol. 42, Nº 3, São Paulo [en línea] [http://www.revistasusp.sibi.usp.br/scielo.php?pid=S0080-21072007000300002&script=sci\\_arttext](http://www.revistasusp.sibi.usp.br/scielo.php?pid=S0080-21072007000300002&script=sci_arttext) [fecha de consulta: 26 de mayo de 2011].
- Sheng, H.H. (2005), “Ensaio sobre Emissões de *Corporate Bonds* (Debêntures) no Mercado Brasileiro”, Tesis de doctorado, Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas [en línea] <http://bibliotecadigital.fgIII.br/dspace/handle/10438/2560> [fecha de consulta: 26 de mayo de 2011].

- Silva, S.S. y otros (2006), “Governança Corporativa no Brasil: Algumas Discussões Envolvendo os Acionistas Minoritários e os Conselhos de Administração”, Congresso de Controladoria e Contabilidade da USP [en línea] <http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos62006/418.pdf> [fecha de consulta: 17 de junio de 2011].
- Silveira, A. D. M. (2002), “Governança, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil”, Dissertação de Mestrado, FEA-USP, São Paulo.
- Silveira, A. M., F.F.C. Perobelli y L.A.B. Barros (2008), “Governança Corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil”, *Revista Administração Contemporânea*, vol. 12, N° 3, Curitiba [en línea] [http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1415-65552008000300008&script=sci\\_arttext](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1415-65552008000300008&script=sci_arttext) [fecha de consulta: 26 de mayo de 2011].
- SND (Sistema Nacional de Debêntures) (2011) [en línea] [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br) [fecha de consulta: 15 de mayo de 2011].
- Sônego, D. (2011), “Lupatech venderá ativos para reduzir dívida”, *Brasil Econômico* [en línea] [http://www.brasileconomico.com.br/noticias/lupatech-vendera-ativos-para-reduzir-divida\\_102612.html](http://www.brasileconomico.com.br/noticias/lupatech-vendera-ativos-para-reduzir-divida_102612.html) [fecha de consulta: 26 de junio de 2011].
- Torres, F. (2011a), “CVM fará ajuste no Formulário de Referência”, *Valor Online*, São Paulo, 23 de enero [en línea] <http://www.valoronline.com.br/impreso/barbosa-muessnich-aragao/44924/372453/cvm-fara-ajuste-no-formulario-de-referencia> [fecha de consulta: 29 de mayo de 2011].
- \_\_\_\_ (2011b), “Lupatech vai renegociar dívida pela terceira vez”, *Valor Online*, 16 de junio [en línea] <http://www.valoronline.com.br/impreso/investimentos/119/442621/lupatech-vai-renegociar-divida-pela-terceira-vez> [fecha de consulta: 26 de junio de 2011].
- Valor Econômico (2003), “Aracruz salta para líder mundial com compra da Riocell”, São Paulo, 2 de junio [en línea] <http://www.valoronline.com.br/online/papel-e-celulose/75/146800/aracruz-salta-para-lider-mundial-com-compra-da-riocell> [fecha de consulta: 31 de mayo de 2011].
- \_\_\_\_ (2010), “Papel da Bradespar”, 8 de junio [en línea] <http://www.debentures.com.br/informacaoesaomercado/noticias.asp?mostra=7356> [fecha de consulta: 31 de mayo de 2011].
- Vieira, E. R. y III.P. Corrêa (2002), “Mercado de Capitais e Governança Corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes”, Fórum Banco do Nordeste de Desenvolvimento, VII Encontro Regional de Economia, Fortaleza, julio.
- Weston, J. F. y E. Brigham (2004), *Fundamentos da administração financeira*, São Paulo, Pearson Makron Books.
- Yokoi, Y. (2010), “Manobras abusadas: capitalização da Petrobras foi bem-sucedida, mas deixou manchas sobre a imagem do governo federal no papel de acionista controlador”, *Capital Aberto*, vol. 8, N° 86.

## IV. Gobernanza corporativa y emisión de instrumentos de deuda corporativa en Colombia

**Eulalia Sanín**  
**Santiago Arteaga<sup>1</sup>**

### A. Introducción

Para la elaboración de este documento se tomó como punto de partida el estudio *Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina*, publicado en 2009 por CAF-banco de desarrollo de América Latina y la CEPAL (Núñez, Oneto y Mendes De Paula, 2009). El objetivo es plantear la relación entre la gobernanza corporativa (GC) y el desarrollo y profundización del mercado de capitales en Colombia, con especial énfasis en los instrumentos de deuda corporativa. En el caso de base que conecta los estudios sobre el Brasil, Colombia y México (véase el cap. II) se han presentado dos tesis acerca del mercado de capitales y la GC sustentadas en la literatura: primero, que la profundización del mercado de capitales es positiva para el desarrollo económico<sup>2</sup> y, segundo, que con mayores y mejores estándares de GC se promueve y facilita la profundización del mercado de capitales, en particular del mercado de títulos de deuda<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Los autores agradecen los comentarios de Clemente del Valle, gerente del programa del Banco Mundial “Desarrollo institucional de mercados de valores eficientes”, conocido como ESMID, y de los otros participantes en el taller de expertos celebrado en Ciudad de México en septiembre de 2011. Asimismo, agradecen la amabilidad y apertura de Bancolombia, Nutresa, Ecopetrol y Colombina para la elaboración de los estudios de caso, así como el apoyo de Laura Aristizábal y Ángela Victoria Reyes durante la investigación. Cualquier error u omisión es de exclusiva responsabilidad de los autores.

<sup>2</sup> Véanse, entre otros, Aguilar y otros, 2007; Borensztein, Yeyati y Panizza, 2007; de la Torre, Gozzi y Schmukler, 2006; Dinero, 2002; Gregório, 2009; Mendes De Paula, 2009; Ocampo, 2007.

<sup>3</sup> Véanse, entre otros, Becht, Bolton y Röell, 2002; Corporación Financiera Internacional (CFI), 2005; La Porta y otros, 1998; Leal, 2004; Malaquias, 2008; Mendes De Paula, 2009; Mendes De Paula y Stanley, 2006; OCDE, 2003 y 2004; Salmasi, 2007.



La profundización del mercado de capitales y, en especial, del mercado de bonos contribuye a que las empresas accedan a financiamiento a largo plazo, reduzcan sus costos financieros (mediante el mejoramiento de su perfil de deuda y la contribución a un apalancamiento óptimo) e incrementen la eficiencia microeconómica general (Borensztein y otros, 2007). Ocampo (2007) sostiene que los flujos crecientes de inversión extranjera en los mercados de acciones y bonos en moneda nacional se han traducido en vínculos más fuertes entre los mercados externos e internos, impulsando así el desarrollo comercial y financiero de América Latina. Asimismo, es probable que la evolución de un mercado de bonos interno revista especial importancia para atender las necesidades de las pequeñas y medianas empresas (pymes) (Borensztein y otros, 2007). Esto se debe a que si las pymes pueden obtener financiamiento mediante bonos estarán en condiciones de lograr un mejor rendimiento de su deuda durante los períodos de crisis, hecho que destaca entonces el carácter anticíclico de los mercados de bonos (Aguilar y otros, 2007). Igualmente, dada la existencia de un escenario mundial más favorable después de la crisis, América Latina ha venido presentando un buen desempeño económico gracias al crecimiento de los mercados de capitales de la región, entre otros factores (Mendes De Paula, 2009). Sin embargo, cabe mencionar que, si bien la bonanza de los mercados financieros propició el desarrollo económico durante los últimos cinco años, las repercusiones de la crisis internacional han puesto en evidencia las mejoras que es preciso hacer a las estructuras de los mercados de capitales (Gregório, 2009), sobre todo en el caso del mercado de deuda, en franco crecimiento desde 2007, como muestran las cifras del documento base.

El marco regulatorio de las empresas, según se refleja en la GC, es uno de los factores fundamentales que incide en el nivel de desarrollo de los mercados de capitales de América Latina (La Porta y otros, 1998). En este sentido, la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE, 2003) postula que la GC, en términos de agregación de valor a largo plazo, ayuda a elevar el nivel de confianza tanto de los accionistas como de futuros inversionistas. Además, las buenas prácticas de GC influyen de manera crucial en las decisiones de inversión, lo que permite establecer el grado de confianza necesario para el funcionamiento adecuado de los mercados de capitales (OCDE, 2004). De esta forma, la buena GC contribuye a elevar el valor de las empresas y a reducir los riesgos de las inversiones (Corporación Financiera Internacional (CFI), 2005), además de reducir las asimetrías de información entre accionistas y promover la transparencia de la información al mercado (Malaquias, 2008). Por consiguiente, más y mejores estándares de GC facilitan el desarrollo efectivo de los mercados de capitales (Oman, 2001).

A partir de lo anterior, en este documento se explora y analiza el caso colombiano en cuanto a regulación y actividades de la GC, así como al desempeño de las empresas en la emisión de instrumentos de deuda, con vistas a contribuir a una mejor comprensión de las relaciones entre ambos y proponer elementos para optimizar la regulación de la GC en Colombia. Para cumplir este propósito, se analiza el mercado colombiano de capitales —con especial énfasis en la emisión de bonos corporativos—, la regulación local de la GC y de las emisiones en el mercado público y el papel de las agencias calificadoras. Se presentan cuatro casos de firmas colombianas emisoras de deuda corporativa, a las que se aplica un indicador sugerido por la coordinación del proyecto que permite establecer un valor de referencia (*benchmarking*) para evaluar las prácticas de estas empresas y otras de la región.

A esta primera sección introductoria le sigue una presentación de las generalidades del mercado colombiano de capitales, que se analiza a partir de cuatro características: primero, su baja profundidad, que ha experimentado alguna mejoría durante la última década; segundo, la preponderancia de los valores de renta fija pública (títulos de tesorería o TES), seguidos —a considerable distancia— por los valores privados de renta fija; tercero, el tamaño reducido del mercado de renta variable (acciones) y su reciente crecimiento mediante capitalización bursátil; y, finalmente, el escaso apetito por el riesgo cuando se trata de bonos de deuda corporativa en el

mercado local (desde 2006, el 99% de las emisiones de deuda corporativa han tenido calificación AAA o AA+), que se explica por un fenómeno de autoselección asociado a los costos y por un efecto de desplazamiento (*crowding out*) ejercido por los bonos TES del tesoro público.

En la tercera sección se sistematiza la evolución de la normativa colombiana sobre GC en sus tres etapas. La primera de estas estuvo caracterizada por las normas para la protección de los accionistas establecidas en el Código de Comercio, sin referencia explícita a la GC. La segunda etapa fue marcada por la introducción a nivel normativo de la noción de GC<sup>4</sup>, en virtud de la resolución 275 de 2001 de la Superintendencia de Valores. Finalmente, la tercera etapa quedó definida por la creación del Código de mejores prácticas corporativas o Código País y la aplicación de la encuesta anual Código País.

En la cuarta sección se estudia el papel de las agencias calificadoras de riesgo en el mercado colombiano de deuda corporativa y la forma en que incorporan criterios de GC en sus calificaciones. Se constata que este componente de las calificaciones presenta un carácter “asimétrico”, en la medida en que un esquema sólido de GC es un prerrequisito, pero no suficiente, para otorgar calificaciones de bajo riesgo. En la quinta sección se presentan cuatro estudios de caso de firmas colombianas, en los que se examina su emisión de deuda y sus esquemas de GC. Las firmas seleccionadas son:

- Ecopetrol S.A., la compañía más grande del país, dedicada a la extracción, refinación y distribución de hidrocarburos;
- Bancolombia S.A., uno de los conglomerados financieros más importantes a nivel nacional;
- Nutresa S.A., un grupo empresarial dedicado a la industria de los alimentos;
- Colombina S.A., un grupo empresarial de carácter familiar centrado en los confites y otros alimentos.

La sección concluye con un análisis comparativo basado en el indicador de buenas prácticas, que permite determinar las fortalezas y debilidades de los aspectos clave de GC en relación con la emisión de instrumentos de deuda en Colombia. Finalmente, en la sexta sección se consolidan las conclusiones acerca de la GC y la emisión de deuda corporativa, teniendo en cuenta los casos estudiados y el análisis del mercado y de la regulación.

## **B. El mercado de capitales en Colombia**

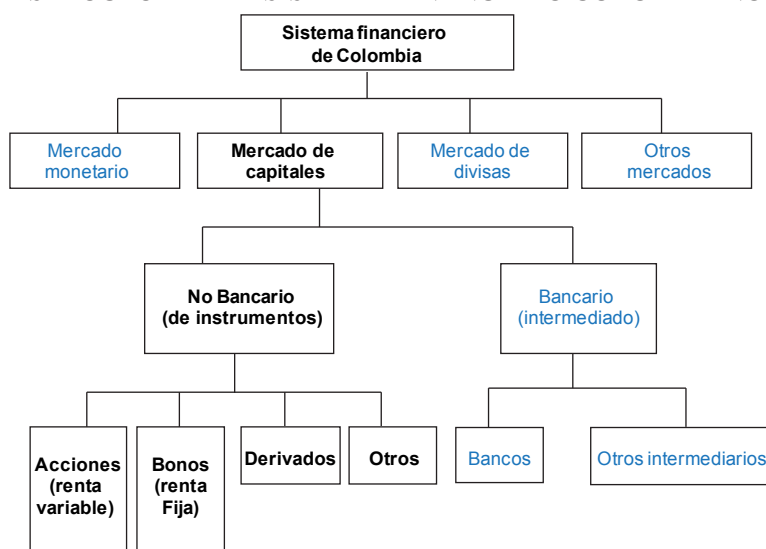
### **1. Generalidades del mercado de capitales en Colombia**

El mercado de capitales transfiere recursos de mediano y largo plazo del ahorro a la inversión. Lo integran el mercado intermediado o bancario y el mercado no intermediado o mercado público de valores. El primero transfiere el ahorro a la inversión por conducto de intermediarios, que usualmente son corporaciones financieras (bancos, fondos mutuos, otros). El segundo, por su parte, realiza directamente la transferencia del ahorro a la inversión por medio de instrumentos, tales como instrumentos de renta fija (bonos), de renta variable (acciones), derivados y otros instrumentos de contacto directo entre oferentes y demandantes de recursos (véase el gráfico IV.1).

---

<sup>4</sup> En Colombia, gobierno corporativo es de uso más común que gobernanza corporativa.

**GRÁFICO IV.1**  
**ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO**



**Fuente:** Investor Relations Colombia, s.f.

Dentro del mercado no intermediado colombiano, los capitales se transan en el mercado público de valores por conducto de los mecanismos de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), entidad financiera privada que opera bajo la supervisión de la Superintendencia Financiera de Colombia. La BVC actúa como intermediaria entre demandantes y oferentes de activos tanto de renta variable como de renta fija y sus derivados, canalizando así los recursos del público hacia las empresas colombianas que requieren capital.

La BVC fue creada el 3 de julio de 2001 con la fusión de las bolsas de Bogotá, de Medellín y de Occidente (Cali), las tres que existían en Colombia (Investor Relations Colombia, s.f). Tras dicha fusión, la BVC procuró profundizar su integración con otros mercados financieros latinoamericanos. Por consiguiente, la BVC, junto con la Bolsa de Comercio de Santiago (Chile) y la Bolsa de Valores de Lima (Perú), adelantaron el proceso de integración en el marco del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). El proceso se inició en junio de 2010 y su objetivo fue diversificar, ampliar y hacer más atractiva la negociación de los activos en los tres países. El proyecto se hizo realidad el 30 de mayo de 2011, cuando los mercados accionarios de Colombia, Chile y el Perú empezaron a operar de manera conjunta bajo el MILA (Bolsa de Valores de Colombia, 2011). En el nuevo Mercado Integrado Latinoamericano participan 564 emisores, en comparación con las bolsas de México y el Brasil en las que se transan las acciones de 406 y 386 emisores, respectivamente. La capitalización bursátil del MILA es de 642.000 millones de dólares, mayor que la registrada por la bolsa de México (473.000 millones), pero solo alrededor de un tercio de la del Brasil (1.590.000 millones) (Citibank, 2011). Durante su primer mes de operaciones (junio de 2011), este mercado integrado tuvo un flujo discreto de negocios (1.22 millones de dólares), debido en parte al nerviosismo del mercado a causa de las elecciones presidenciales en el Perú (Portafolio, 2011b). Sin embargo, las expectativas de los analistas apuntan a un aumento sostenido de las negociaciones, con efectos positivos por los aumentos de la liquidez y la mayor diversificación del mercado en el mediano y largo plazo (Citibank, 2011).

El mercado colombiano de valores reúne a un gran número de actores cuya participación permite la emisión y negociación de instrumentos (véase el cuadro IV.1). En el caso de los bonos corporativos, que son el foco de este documento, un proceso de emisión implica una serie de

interacciones entre estos actores. El emisor, que es aquel que está dispuesto a colocar deuda en forma de bonos corporativos, debe asociarse con un agente estructurador de la emisión, de manera que este último determine el tipo de valor que se habrá de emitir, el término y el monto que debe colocarse. A su vez, el agente estructurador tiene que preparar el prospecto de la emisión, en detalle, para conocimiento de los posibles inversionistas y demás actores involucrados en el proceso. Una vez que la emisión está debidamente estructurada, debe ser calificada, para así ofrecer una señal del riesgo al inversionista. Con esta calificación, el prospecto tiene que ser aprobado por la Superintendencia Financiera, que es el ente regulador<sup>5</sup>. Tras esta aprobación se procede a desmaterializar los títulos y a depositarlos en el Depósito Centralizado de Valores (Deceval), para que posteriormente un agente colocador comercialice los instrumentos en el mercado primario y estos sean luego transados en el mercado secundario por intermedio de la BVC (véase el gráfico IV.2). Todo este proceso es supervisado y monitoreado por la Superintendencia Financiera de Colombia.

**CUADRO IV.1**  
**ACTORES CLAVE EN EL MERCADO PÚBLICO DE VALORES DE COLOMBIA**

Actores	Función	Ejemplos
Emisores	Empresas del sector real, financiero, público o ambos, que deciden colocar deuda en el mercado con el fin de recapitalizarse, mejorar su perfil de deuda u otro.	Corporaciones nacionales y extranjeras de todos los sectores
Agentes estructuradores (banca de inversión)	Estructurar la colocación de valores, lo que supone determinar el tipo de valor, los términos en que se debe hacer la emisión y el valor de esta.	Corficolombiana Citibank Banca de Inversión Bancolombia
Calificadoras de riesgo	Realizar la calificación de valores o riesgos relacionados con la actividad financiera, aseguradora, bursátil y cualquier otra relativa al manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público.	Fitch Ratings BRC Investor Services S.A.
Agentes colocadores (comisionistas de bolsa)	Promover y colocar la emisión de bonos, acciones y otros valores financieros.	InterBolsa Valores Bancolombia
Administrador de la emisión	Responsabilizarse de la custodia y administración, actuar como agente de pago de la emisión y ejercer todas las actividades operativas derivadas del depósito de la emisión.	Depósito Centralizado de Valores (Deceval)
Bolsa de valores	Realizar operaciones de compraventa de valores por orden de sus clientes.	Bolsa de Valores de Colombia (BVC)
Inversionistas	Comprar los bonos colocados por los emisores en la Bolsa de Valores.	Administradoras de fondos de pensiones (AFP) Inversionistas privados
Representantes de los tenedores de bonos	Encargarse de realizar todos los actos de administración y conservación que sean necesarios para el ejercicio de los derechos y la defensa de los intereses comunes de los tenedores de bonos.	Helm Bank Fiduciaria Bancolombia
Órganos de control	Supervisar el sistema financiero a fin de identificar posibles riesgos para la estabilidad del sistema, de los mercados y otros activos financieros.	Superintendencia Financiera de Colombia

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC), Superintendencia Financiera de Colombia y BRC Investor Services S.A.

<sup>5</sup> La Superintendencia Financiera surgió de la fusión de la Superintendencia Bancaria con la Superintendencia de Valores, según lo establecido en el artículo 1 del decreto 4327 de 2005.

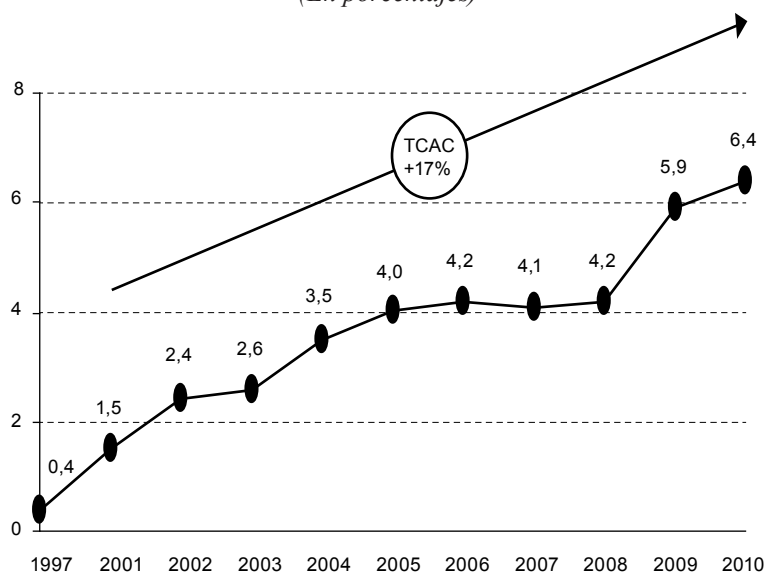
## 2. Algunas características del mercado de capitales colombiano

Para definir el mercado colombiano de capitales y, en especial, el asociado a renta fija (bonos), a continuación se analizan cuatro de sus características (hechos estilizados).

### i) El mercado colombiano de capitales tiene poca profundidad, pero durante la última década esta se ha triplicado como proporción del PIB

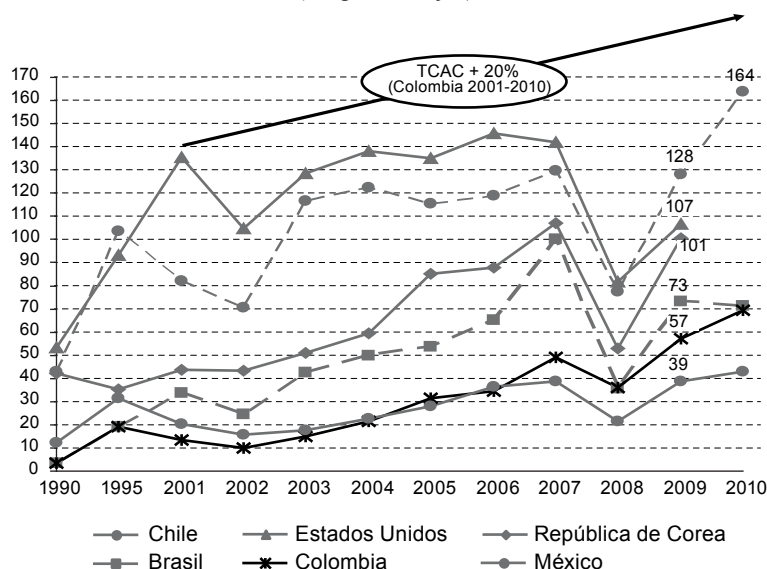
En Colombia, el mercado de capitales ha tenido una evolución lenta y su profundidad ha sido menor que la de otros mercados en desarrollo. Históricamente la relación entre la capitalización bursátil y el PIB ha sido de la mitad o menos comparada con los referentes internacionales observados en países desarrollados, como los Estados Unidos, y en otros mercados emergentes, tanto de América Latina como de Asia (Clavijo, González y Castro, 2009). Además, la mayoría de los indicadores de desarrollo financiero de Colombia se sitúan por debajo de los de otros países, como Chile y el Brasil (Hanson, 2008) (Véase el gráfico IV.3). A pesar de esto, el mercado de capitales ha mostrado un progreso significativo desde la crisis de finales de los años noventa debido, en gran parte, a un vigoroso crecimiento económico, un incremento de la confianza de consumidores y empresas y una mejora del ambiente regulatorio (Hanson, 2008). Como se observa en el gráfico IV.3, la capitalización bursátil como porcentaje del PIB ha aumentado a una tasa del 20% anual durante la última década, hasta alcanzar un valor similar al del Brasil en 2010 (aproximadamente 75% del PIB); por su parte, el stock de bonos corporativos ha aumentado a razón de un 17% anual durante el mismo periodo (véase el gráfico IV.2), evolución que lo llevó al nivel histórico de un 6,4% del PIB en 2010 (Clavijo, González y Vera, 2011).

**GRÁFICO IV.2**  
**STOCK ESTIMADO DE BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO**  
**AL PIB, 1997, 2001-2010**  
*(En porcentajes)*



Fuente: Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF), calculado sobre la base de datos del Depósito Centralizado de Valores (Deceval) y el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

**GRÁFICO IV.3**  
**CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL CON RESPECTO AL PIB, 1990, 1995, 2001-2010**  
*(En porcentajes)*



Fuente: Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF), Depósitos Centralizado de Valores (Deceval) e indicadores del Banco Mundial.

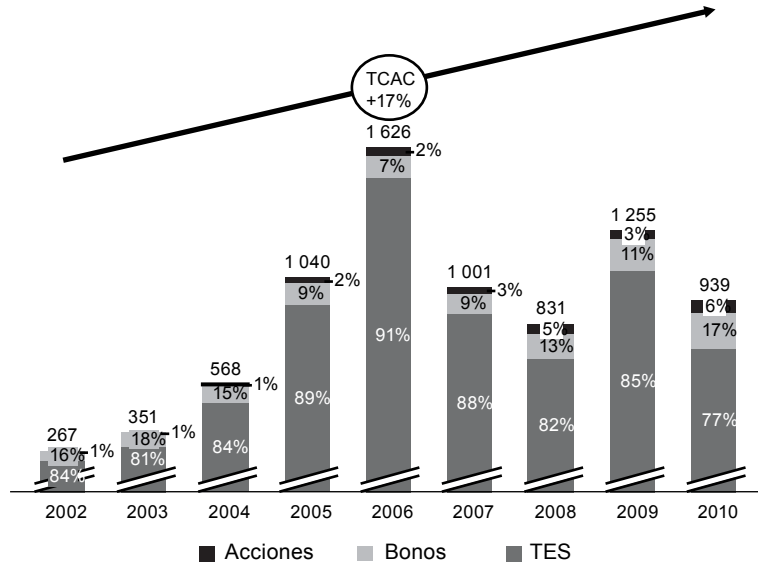
**ii) En el mercado colombiano de capitales los valores de renta fija pública (TES<sup>6</sup>) son los más emitidos y transados por un amplio margen (superior al 70%). Por su parte, los valores privados de renta fija son más emitidos y transados que los de renta variable**

Una característica del mercado colombiano de capitales ha sido el mayor volumen de transacciones de títulos de renta fija pública (TES), seguidos de los títulos de deuda privada (bonos) y, finalmente, de las acciones (Sandoval, Campos y Malagón, 2007). El volumen de las transacciones ha tenido un aumento considerable, a una tasa del 17% anual entre 2002 y 2010, lo que ha significado pasar de 267.000 millones de pesos colombianos durante 2002 a 939.000 millones en 2010. Pese a que en 2010 los TES aún representaban más del 75% del volumen transado, desde 2002 en adelante se ha registrado un significativo incremento del monto de las transacciones de títulos de deuda privada y de acciones. Cabe destacar que las acciones que en 2002 constituían menos del 1% del volumen negociado, en 2010 llegaron casi a un 6% (véase el gráfico IV.4).

En forma similar, los títulos de deuda pública son ampliamente los más emitidos. En los últimos cinco años su participación en el total de emisiones de instrumentos de deuda interna ha fluctuado entre un 89% y un 45%. Por su parte, la participación de los bonos de deuda privada ha venido aumentando hasta alcanzar en 2010 un histórico 36% del total emitido en el mercado local. Sin embargo, es importante destacar que, aunque ese fue un año récord en cuanto al volumen absoluto de nuevas emisiones de bonos, su alta proporción relativa también se relaciona con la baja emisión de deuda pública en 2010.

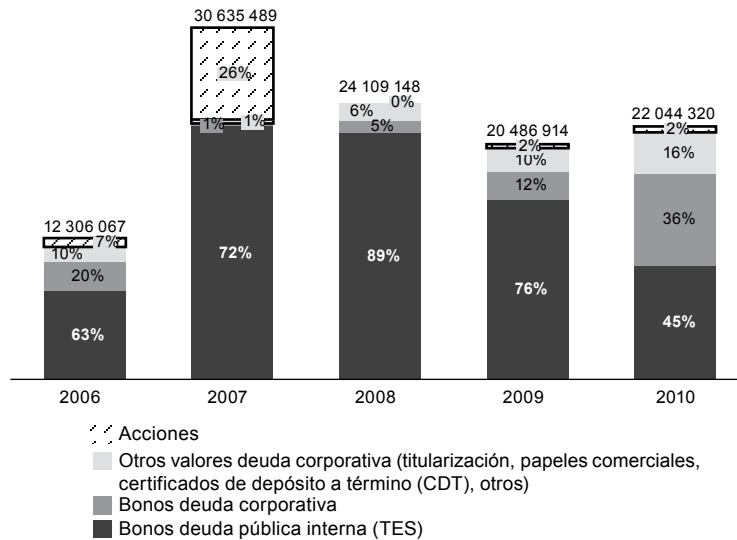
<sup>6</sup> Los títulos de tesorería (TES) son documentos de deuda pública nacional, emitidos por el gobierno y administrados por el Banco de la República.

**GRÁFICO IV.4**  
**VOLUMEN DE TRANSACCIONES EN EL MERCADO COLOMBIANO, 2002-2010**  
*(En miles de millones de pesos colombianos y porcentajes)*



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

**GRÁFICO IV.5**  
**NUEVAS EMISIONES EN EL MERCADO COLOMBIANO, 2006-2010**  
*(En millones de pesos colombianos)*



Fuente: Banco de la República y Bolsa de Valores de Colombia.

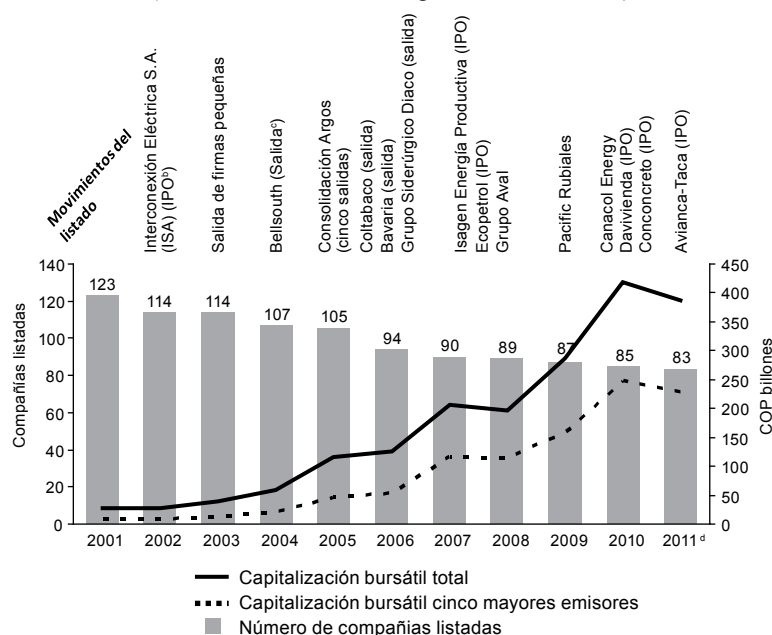
### iii) El mercado colombiano de renta variable (acciones) es pequeño y el crecimiento de su capitalización bursátil se debe más a aumentos de la capitalización de las empresas listadas que a la entrada de otras nuevas

En Colombia el reciente desarrollo del mercado de renta variable ha estado marcado por un aumento de la capitalización empresarial, la salida de firmas de la bolsa de valores (desde fines de los años noventa) y, a partir de 2007, la entrada al mercado público de nuevas empresas, con una creciente participación de los sectores energético y financiero (véase el gráfico 6). Asimismo, se ha registrado un incremento de la concentración de la capitalización bursátil en las cinco mayores empresas, que ha pasado de un 30% en 2001 a cerca de un 60% en 2010. La salida de firmas del listado en tiempos recientes se explica parcialmente por el hecho de que varios de los principales conglomerados económicos del país emprendieron reestructuraciones a partir de sus negocios básicos (Gutiérrez y Pombo, 2009). Por otra parte, firmas internacionales adquirieron empresas locales y procedieron a sacarlas del listado. Además, hubo consolidaciones de grupos empresariales que se tradujeron en reducciones del listado (véase el anexo 1).

En relación con la capitalización empresarial de los últimos años, las ofertas públicas iniciales de acciones (IPO, por sus siglas en inglés) realizadas por las empresas de los sectores energético y financiero han sido importantes para el mercado local. Las IPO han propiciado mejoras en materia de liquidez, profundización y democratización accionaria, ya que fueron dirigidas principalmente a pequeños inversionistas (véase el anexo 1).

**GRÁFICO IV.6**  
**CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL FRENTE A NÚMERO DE COMPAÑÍAS LISTADAS EN LA**  
**BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, 2001-2011<sup>a</sup>**

(En miles de millones de pesos colombianos)



**Fuente:** Bolsa de Valores de Colombia.

<sup>a</sup> Solo se registran algunos de los movimientos del listado.

<sup>b</sup> IPO se refiere a una oferta pública de venta (OPV) de acciones no cotizadas.

<sup>c</sup> Salida significa acciones despistadas.

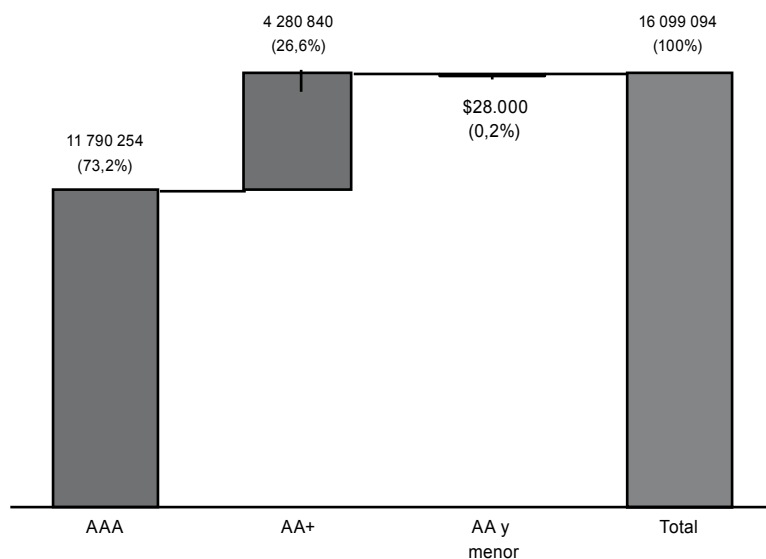
<sup>d</sup> Valores a 1 de septiembre de 2011.



**iv) El mercado local gusta poco del riesgo y prácticamente la totalidad de las emisiones de deuda corporativa tienen calificación AAA o AA+; esto hace que solo una minoría de las firmas con tamaño y experiencia considerables emita en el mercado de deuda corporativa**

Como se muestra en el gráfico IV.7 y en el anexo 2, al mercado colombiano de capitales no le apetece las emisiones de bonos con calificaciones inferiores a AA+ (en la escala local). En los últimos cinco años más del 99% de las colocaciones de bonos corporativos fueron de instrumentos con calificaciones AAA o AA+. En contraste, las dos emisiones calificadas por debajo de AA+ representaron solo el 0,2% de las colocaciones en el mismo período y no fueron exitosas. La primera de estas emisiones, calificada en 2006 con grado AA-, provino de una empresa de servicios de ambulancia médica prepagada y solo logró colocar en el mercado 18.000 millones de los 35.000 ofrecidos en bonos a 10 años. La segunda, en 2007, que colocó 30.000 millones (la totalidad de la emisión), la realizó un ente público subnacional (el municipio de Cali, la tercera ciudad más poblada del país). Esta emisión se hizo por intermedio de un fidecomiso especial que emitió los bonos garantizándolos con pagarés parcialmente respaldados por la nación, lo que posiblemente favoreció su colocación.

**GRÁFICO IV.7**  
**BONOS DE DEUDA CORPORATIVA COLOCADOS EN EL MERCADO SEGÚN**  
**CALIFICACIÓN DE RIESGO, 2006-2010**  
*(En millones de pesos colombianos y porcentajes)*



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

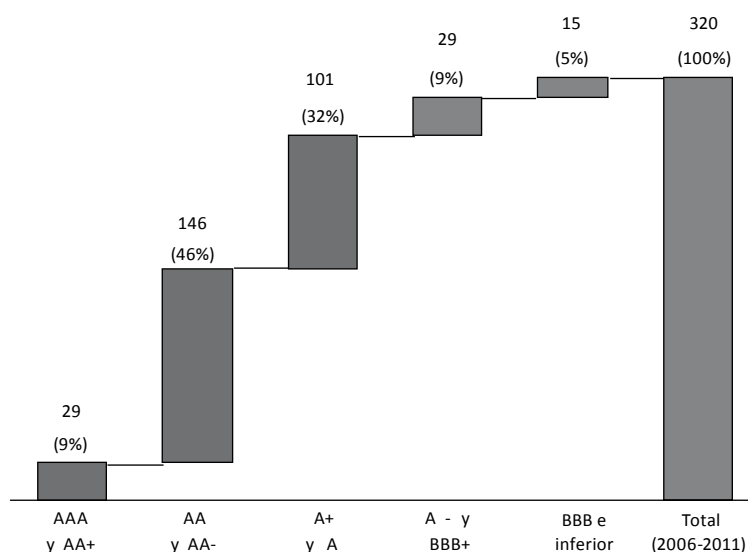
Este panorama contrasta con mercados como el de Chile, en el que solo el 9% de las emisiones realizadas entre 2006 y 2011 eran AAA o AA+, en comparación con el 99% en Colombia. El mercado chileno ha logrado una diversificación del riesgo y se ha llegado incluso a que hasta un 5% de las emisiones haya tenido calificaciones inferiores a BBB; algo menos de la mitad de las emisiones (46%) corresponde a instrumentos grado AA y AA-.

Frente a esta situación cabe mencionar en el caso chileno el papel de las administradoras de fondos de pensiones (AFP), pues desde la década de 1980 estas han sido un elemento clave para la profundización del mercado de capitales, que se constata en aspectos como la diversificación del riesgo ya mencionada. En 1981 la regulación chilena fue pionera en la implantación del sistema de capitalización individual y, en 2001, permitió la creación de multifondos de pensiones, incidiendo así

en la profundidad del sistema financiero y del mercado de capitales (Hernández y Parro, 2004, pág. 9). Este efecto es producto de varios mecanismos identificados en la literatura:

- Primero, “un mejoramiento en la calidad de la regulación del sistema financiero, fomentando así la transparencia de las prácticas del mercado financiero y de la administración de los fondos” (Corbo y Schmidt-Hebbel, 2003, pág. 21).
- Segundo, por intermedio del mercado de capitales, las AFP han posibilitado el financiamiento de proyectos de inversión a largo plazo gracias al volumen de recursos disponibles que administran. Estos, a fines de 2005, representaban alrededor de un 60% del PIB invertible y en 2015 se espera que superen el 72%.
- Finalmente, el volumen de recursos administrados por las AFP y la regulación vigente respecto de su inversión por intermedio de mercados primarios y secundarios han promovido tanto la creación de nuevos instrumentos financieros como el incremento de los montos transados en los mercados financieros (Superintendencia de Pensiones, 2010).

**GRÁFICO IV.8**  
**CHILE: EMISIONES DE BONOS DE DEUDA CORPORATIVA SEGÚN**  
**CALIFICACIÓN DE RIESGO, 2006-2011<sup>a</sup>**  
*(Número de emisiones y porcentajes)*



Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

<sup>a</sup> Resultados a septiembre de 2011.

En Colombia, la concentración de las emisiones de bonos de las grandes corporaciones en las calificaciones AAA y AA+ (en la escala local), se explica por factores tanto de oferta como de demanda que generan un círculo vicioso y limitan el acceso a este instrumento de financiación. Por el lado de la oferta hay un fenómeno de autoselección atribuible a tres razones fundamentales:

- Los costos monetarios relativos (costo/porcentaje de fondos recaudados) son mayores al hacer emisiones pequeñas, lo que favorece la opción por los bonos en el caso de empresas grandes, capaces de aprovechar volúmenes de recursos más considerables. Por ejemplo, según cálculos de BRC Investor Services (2007) una emisión de bonos en el mercado local por 10.000 millones de pesos colombianos (aproximadamente 5.5 millones de dólares) puede costar entre el 3,11% y el 8,44% de los fondos obtenidos, en tanto que en una

emisión 10 veces mayor, es decir, por 100.000 millones de pesos colombianos (alrededor de 55 millones de dólares), el costo disminuye a entre un 1,4% y un 3,4%.

- Sin importar el instrumento que se escoja (acciones, bonos, titularizaciones), ni el volumen, al emitir en el mercado público colombiano es preciso cumplir los mismos estándares de GC y asumir las mismas obligaciones. Esto significa que, desde el punto de vista de la regulación, no es más fácil para una empresa emitir bonos que acciones; sobre el emisor de bonos recae incluso la obligación adicional de hacer la calificación del instrumento, lo que no se exige cuando se emiten acciones. Por esta razón, el costo no monetario de cumplir los requisitos para participar en el mercado público (tiempo, entrega de información antes confidencial, sometimiento a supervisión constante, informes a la BVC y la Superintendencia, entre otros) resulta relativamente mayor en emisiones pequeñas.
- En los Estados Unidos y Europa el sistema financiero ha desarrollado el esquema de los créditos sindicados<sup>7</sup>, en buena parte como respuesta a las emisiones de bonos corporativos, pues estos se consideran sustitutos (Altunbas, Kara y Marques-Ibanez, 2009; Hale y Santos, 2008). En Colombia, la reacción del sistema financiero ha sido similar y existen varios casos en los que procesos de emisión de deuda corporativa de empresas medianas, e incluso grandes, han sido sustituidos por créditos sindicados. En ocasiones, los créditos de este tipo resultan más baratos para las firmas que buscan una cantidad limitada de recursos, pues les evita incurrir en los costos de una emisión.

De igual manera, en paralelo con esta autoselección hay factores de la demanda que explican la concentración en bonos AAA y AA+:

- Aunque la normativa vigente (art. 2.6.12.1.3, decreto 2555, de 2010) permite la inversión en instrumentos de renta fija con grado de inversión (es decir BBB+ en la escala local, que corresponde a cinco tramos por debajo de AA+), en las AFP se ha creado una “cultura” de invertir exclusivamente en títulos AAA y AA+.
- Los bonos de deuda pública TES ejercen un efecto de desplazamiento o expulsión (*crowding out*)<sup>8</sup> sobre otras opciones de inversión, incluidos los instrumentos de deuda corporativa (Clavijo, 2003; Rodríguez Hernández, 2005). Esto se explica por: i) la gran disponibilidad del instrumento (emisión permanente de nuevos TES); ii) su calidad de ser el más seguro del mercado local; iii) su altísima liquidez (véase el gráfico IV.5), y iv) sus competitivas tasas de interés. Este efecto de desplazamiento es particularmente fuerte respecto de otras opciones de renta fija, como los bonos corporativos, pues los administradores de cartera (en especial las AFP) pueden llenar su cartera de renta fija con TES, que ofrecen solidez, liquidez y tasas aceptables. Esto resta “espacio” a instrumentos de renta fija con menor calificación, pues no hay incentivo para buscar otras opciones (el margen (*spread*) entre las tasas no es suficiente). Esta situación contrasta con el caso chileno, en el que la relativa ausencia de títulos de deuda pública incentiva la compra de deuda privada por parte de los fondos de pensiones.

Por estas razones, si en el mercado colombiano una emisión corporativa es calificada por debajo de los niveles de riesgo AAA o AA+, las bancas de inversión (agentes estructuradores) realizan una emisión estructurada con garantías u otro tipo de instrumento como, por ejemplo, titularización de activos o búsqueda de un préstamo en el sistema bancario. Esta dificultad hace que los bonos de deuda solo sean usados por un reducido grupo de empresas con un tamaño y una solidez suficientes

---

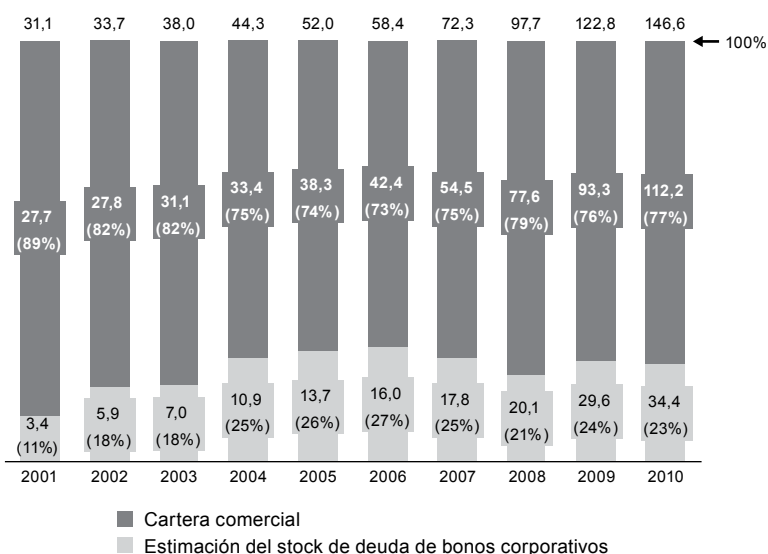
<sup>7</sup> Los créditos sindicados se utilizan para préstamos a gran escala en los que un banco lidera el proceso y fracciona la participación en el crédito entre más bancos u otros inversionistas. De esta manera evita una alta “exposición” de un solo cliente y, sin embargo, obtiene ganancias al colocar parte del préstamo y cobrar por la estructuración.

<sup>8</sup> El efecto de expulsión consiste en una reducción del consumo o la inversión privada debido a un aumento de la colocación de deuda por parte del Estado, que cota los recursos disponibles en el mercado.

como para recibir estas calificaciones de AAA o AA+. La postura conservadora del mercado frente al riesgo también explica en parte el hecho de que en la última década no haya ocurrido episodio alguno de cesación de pago de bonos corporativos. Esto se ve reflejado asimismo en la tendencia de las empresas colombianas pequeñas, medianas, e incluso grandes, a financiarse principalmente en el mercado intermediado, por conducto de los bancos. Como se observa en el gráfico IV.9, la cartera comercial del sector bancario triplica el stock de bonos corporativos.

**GRÁFICO IV.9**  
**STOCK ESTIMADO DE BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO**  
**A LA CARTERA COMERCIAL, 2001-2009**

*(En miles de millones de pesos colombianos y porcentajes)*



Fuente: Cálculos de la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF), sobre la base de datos del Depósito Centralizado de Valores (Deceval) y el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) para stock de bonos y Asobancaria para cartera comercial.

Aun con la restricción mencionada, el aumento de las emisiones de bonos corporativos en la última década fue considerable y el stock de este tipo de deuda aumentó de 3.400 millones de pesos colombianos en 2001 a casi 35.000 millones, con una tasa de crecimiento anual compuesto (TCAC) del 29%). Los años recientes fueron particularmente activos en materia de nuevas emisiones. Esto se debió a factores asociados a la oferta, sobre todo a las mejoras de la regulación contempladas en la Ley 964 de 2005, que dieron mayor seguridad a las emisiones, y a los aumentos de la demanda de los llamados inversionistas institucionales (fondos de pensiones, aseguradoras, carteras colectivas) (Clavijo y Verdugo, 2010) (Clavijo, González y Vera, 2010). Dos factores contribuyeron al dinamismo de la oferta y la demanda: un nivel históricamente bajo de las tasas de interés del banco central, que en esa coyuntura hicieron interesante el endeudamiento a largo plazo, y un aumento de los márgenes de intermediación del sistema financiero (Clavijo y Verdugo, 2010). La conjunción de estos elementos permitió que en los años 2009 y 2010 las nuevas emisiones de bonos corporativos tuvieran un incremento sin precedentes. No obstante, se reducirían nuevamente en 2011 debido al ascenso de las tasas de interés del banco central, que terminaría encareciendo el endeudamiento a largo plazo, y al fortalecimiento del peso con respecto al dólar, todo lo cual hace menos atractiva la emisión de bonos en el mercado local (Portafolio, 2011c). Sin embargo, la positiva evolución registrada en la última década indica que los bonos se están convirtiendo en una opción de financiamiento para las empresas colombianas, factor fundamental para una profundización del mercado local de capitales.

## C. Evolución de la regulación sobre gobernanza corporativa (GC) en Colombia

En la regulación colombiana sobre GC se observan tres etapas. La primera se distingue por la inclusión de normas básicas en el Código de Comercio, sin referirse explícitamente a la GC. Estas normas, comprendidas en la Ley 222 de 1995 y la Ley 446 de 1998 (Ley 446, 1998), que reformaron el citado Código de Comercio, tuvieron por principal propósito proteger a los accionistas minoritarios y especificar algunas responsabilidades de los administradores. En la segunda etapa se introdujo la noción de GC a nivel normativo, en virtud de la resolución 275 de 2001 de la Superintendencia de Valores<sup>9</sup> (2001). En esta norma se contemplan exigencias de buena GC para emisiones adquiridas por los fondos de pensiones, eje fundamental del mercado de deuda en el país. Finalmente, la tercera se inicia con la creación del Código de mejores prácticas corporativas o Código País de GC. Esta etapa está marcada por la consolidación de la normativa sobre GC y una preocupación por la exigibilidad de las normas (*enforcement*). Al final de la exposición analítica se presenta un cuadro resumen de las medidas concretas de GC y de la normativa analizada en la sección (véase el cuadro IV.5).

Un aspecto particular de la regulación de la GC en Colombia que debe señalarse es su carácter “todo o nada”. Es decir, no existen niveles diferenciados de cumplimiento o exigibilidad en materia de GC. Todas las empresas que emiten instrumentos en el mercado público quedan comprendidas y deben acatar la totalidad de la normativa (independientemente del instrumento), mientras que todas aquellas que no son emisoras no están sujetas a esta regulación, sino solo a las normas generales del Código de Comercio, Ley 222.

### i) Primera etapa

La Ley 222 de 1995 reformó las normas del Código de Comercio relativas a sociedades y su constitución, fusiones, escisiones, funciones de las asambleas generales o juntas de socios, administración, compañías matrices y subordinadas. Esta reforma introdujo disposiciones para la protección de los accionistas minoritarios y unos primeros elementos de buena GC. Fue novedosa en su momento la inclusión de la acción social de responsabilidad contra los administradores, entre quienes se incluye a los miembros de juntas o consejos directivos. De manera similar, la Ley 446 de 1998 facultó a la Superintendencia de Valores para proteger a los accionistas minoritarios de sociedades listadas en mercados públicos de valores. Paralelamente, la antigua Superintendencia de Valores emitió normas que regularon el mercado de valores, incluida la emisión de bonos (por ejemplo, la resolución 400 de 1995), centrándose en los aspectos formales para la emisión de bonos y en la protección de los tenedores de bonos.

### ii) Segunda etapa

Se caracteriza por la inclusión del concepto de GC en la normativa local, en virtud de la resolución 275 de 2001 de la Superintendencia de Valores. Según esta resolución, los emisores que pretendieran contar con administradoras de fondos de pensiones (AFP) entre sus inversionistas estarían obligados a tener un código de GC. Este debía incluir medidas de protección del accionista minoritario; criterios para la selección de representantes legales, directores y revisor fiscal; esquemas de revelación de información y de solución de conflictos de interés. Esta norma (Superintendencia de Valores, 2001) fue un avance significativo, pues puso de manifiesto la importancia de las buenas prácticas de GC. Además, debido a que las AFP son las principales compradoras de deuda pública y privada emitida en el mercado local, el resultado fue un aumento considerable de códigos de buena GC entre las firmas colombianas emisoras de bonos.

<sup>9</sup> La Superintendencia Financiera surgió de la fusión de la Superintendencia Bancaria con la Superintendencia de Valores, según lo establecido en el artículo 1 del decreto 4327 de 2005.

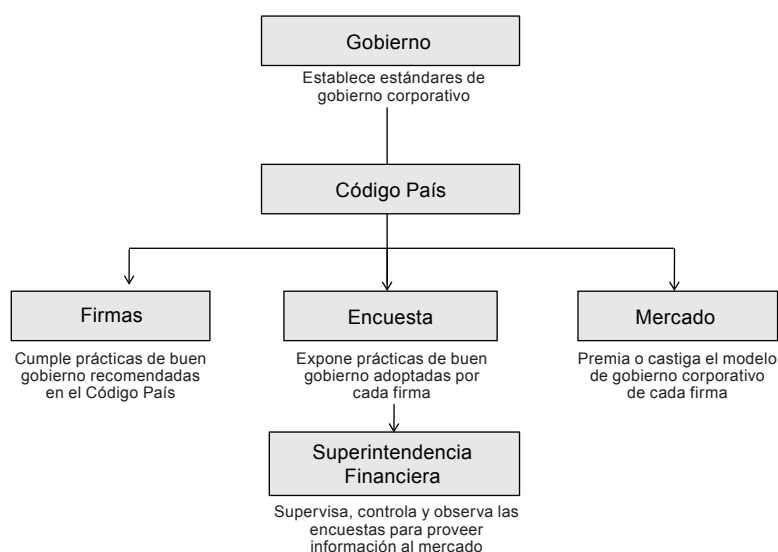
Posteriormente entró en vigor la Ley 964 de 2005, en la que se estableció un marco integrado para la regulación del mercado de valores. La norma introdujo exigencias concretas de buena GC para los emisores de valores, que se convirtieron en obligatorias a partir de julio de 2006. Por ejemplo, en relación con las juntas directivas (art. 44), se dispuso que un 25% de sus miembros debían ser independientes y se definieron las condiciones para que un director pudiera ser considerado independiente (Ley 964, 2005).

### iii) Tercera etapa

Se inicia con la circular 055 de noviembre de 2007 de la Superintendencia Financiera, que derogó la resolución 275 de 2001 y obligó a las entidades vigiladas por la Superintendencia (emisores de valores, intermediarios financieros y otras sociedades) a adoptar medidas discrecionales respecto de las recomendaciones del Código de mejores prácticas Corporativas o Código País (Superintendencia Financiera, 2007). El Código fue producto de un trabajo conjunto entre la Superintendencia Financiera, la Bolsa de Valores de Colombia, CAF-banco de desarrollo de América Latina, entes gremiales (la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), Asobancaria, Asofondos, Fasecolda, Asociación de Fiduciarias), y Confecamaras (Cámaras de Comercio). Buena parte de su contenido se basa en el documento *Lineamientos para un código andino de gobierno corporativo*, elaborado por CAF-banco de desarrollo de América Latina.

El objetivo de esta circular fue establecer un estándar de buen gobierno corporativo y ampliar la cobertura de las normas de GC, pues la resolución 275 solo estaba dirigida a aquellos emisores que buscaran la inversión de las AFP. La norma opera bajo el principio “cumpla o explique”, lo que significa que las sociedades deben acogerse a la conducta sugerida en el Código o informar a la Superintendencia y el mercado el criterio que están utilizando. El Código establece estándares con respecto a: i) Asamblea general de accionistas; ii) Junta directiva; iii) Revelación de información financiera y no financiera, y iv) Solución de controversias. Además, a partir de 2007 se comenzó a responder voluntariamente a una encuesta anual sobre la adopción del Código País.

**GRÁFICO IV.10**  
**COLOMBIA: CÓDIGO PAÍS DE MEJORES PRÁCTICAS CORPORATIVAS**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Colombia Capital, programa de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

En febrero de 2011, la Superintendencia modificó la circular 55 de 2007 a fin de ampliar la cobertura de obligatoriedad a “todas las entidades que se encuentren inscritas o que tengan valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores” (Superintendencia Financiera, 2011). Asimismo, para fortalecer el principio “cumpla o explique” se dispuso que fuera obligatoria la respuesta anual a la encuesta que indaga sobre los criterios establecidos en el Código País (Superintendencia Financiera, 2011). Por consiguiente, deben hacerlo todas las entidades inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE). La Superintendencia Financiera, por intermedio de la Dirección de Supervisión a Emisores, verifica la veracidad de la información reportada en la encuesta y está facultada para investigar y sancionar a los emisores que no envíen la encuesta en las fechas y forma dispuestas, o que no proporcionen información veraz. Sin embargo, cabe resaltar que la Superintendencia Financiera no sanciona el incumplimiento de los estándares concretos sugeridos, sino la no respuesta a la encuesta anual.

## 1. Encuesta Código País

La Encuesta Código País se aplica en Colombia desde el año 2007, de acuerdo con la circular 055 de la Superintendencia Financiera. Sin embargo, a partir de la entrada en vigor de la circular 007 de 2011, responder y enviar la encuesta a la Superintendencia Financiera es obligatorio para los emisores de valores registrados en el RNVE. El ejercicio se realiza en enero de cada año.

La encuesta contiene preguntas relacionadas con 41 medidas concretas de GC en las siguientes cuatro áreas temáticas:

- i) Asamblea de accionistas: convocatoria, celebración, aprobación de operaciones relevantes, derechos y trato equitativo de los accionistas;
- ii) Junta directiva: tamaño, conformación y funcionamiento, deberes y derechos del miembro de la junta, funciones de la junta;
- iii) Revelación de información financiera y no financiera: solicitudes de información al mercado, revisor fiscal;
- iv) Solución de controversias.

### a) Resultados de la Encuesta Código País 2009

El último informe disponible<sup>10</sup> de la encuesta Código País corresponde a 2009 (Superintendencia Financiera, 2010), y se basa en las respuestas de 174 de las 181 compañías registradas en el RNVE y obligadas a responder a la encuesta. De estos 174 emisores, 61 son del sector financiero y 113, del sector real (Superintendencia Financiera, 2010).

A nivel agregado, en 2009 la adopción de medidas contempladas en el Código registró un mayor nivel, situándose en un 51,76%, es decir, un 1,73% más que la cifra del año anterior. El aumento se dio principalmente en medidas relacionadas con revelación de información financiera y no financiera, seguidas de las relativas a la asamblea general de accionistas (véase el cuadro IV.2). Por otro lado, las disposiciones sugeridas por el Código con respecto a la solución de controversias han sido las menos adoptadas año tras año, ya que el 78% de los emisores reporta una forma alternativa de solución de conflictos entre la sociedad y sus accionistas, que difiere de la recomendada en el Código (Superintendencia Financiera, 2010).

<sup>10</sup> El informe con los resultados de la encuesta 2010 será publicado en el segundo semestre de 2011.

**CUADRO IV.2**  
**NIVEL DE ADOPCIÓN DE DIFERENTES CAPÍTULOS DEL CÓDIGO PAÍS**

Capítulo Código País	Nivel de adopción		Cambio porcentual anual
	2009	2008	
Asamblea general de accionistas	45,80%	43,50%	2,3%
Junta directiva	54,20%	53,50%	0,7%
Revelación de información financiera y no financiera	55,90%	53,10%	2,8%
Resolución de controversias	39,40%	38,90%	0,5%

Fuente: Encuesta Código País.

### b) Resultados de los emisores del sector financiero

Los emisores del sector financiero han implementado en un 100% la medida que exige que la junta directiva se reúna una vez al mes y que no se designe como revisor fiscal a personas o firmas que hayan recibido ingresos de la compañía, de sus vinculados económicos o de ambos por un monto que represente el 25% o más de sus últimos ingresos anuales (Superintendencia Financiera, 2010).

Por otro lado, entre las medidas adoptadas en menos de un 20% por las entidades del sector financiero figura la relativa a que los emisores divulguen en el mercado las políticas generales aplicables a la remuneración y a cualquier beneficio económico que se conceda a los miembros de la junta directiva, el representante legal, el revisor fiscal, los asesores externos y las auditorías especializadas; también ha sido poco acogida la indicación de que se cree un comité de gobierno corporativo que tenga, entre otras funciones, la de apoyar a la junta directiva en los temas contemplados en la Circular externa 28 de 2007.

Finalmente, el 31,14% de las entidades emisoras del sector financiero ha implementado más del 70% de las medidas consideradas en la encuesta (véase el cuadro IV.3), y un 16,39% de las entidades no ha adoptado las medidas en más allá de un 40% (Superintendencia Financiera, 2010).

**CUADRO IV.3**  
**ENTIDADES DEL SECTOR FINANCIERO QUE MÁS HAN ADOPTADO**  
**MEDIDAS DEL CÓDIGO PAÍS**

Nombre	Número de medidas adoptadas	Porcentaje de adopción
CFC Leasing Bolívar	37	90,24%
Bolsa de Valores de Colombia S.A.	37	90,24%
Banco BBVA Colombia	36	87,80%
Factoring Bancolombia S.A C.F.C.	36	87,80%
Davienda	34	82,93%
Protección S.A.F.	34	82,93%
Bancolombia S.A.	33	80,49%
Banco de Crédito	33	80,49%
Banca de Inversión Bancolombia S.A.	33	80,49%
Giros y Finanzas C.F.C	33	80,49%
Leasing Bancolombia S.A. C.F.C.	33	80,49%
Confiar - Cooperativa Financiera	33	80,49%
C.F.C. Sufinanciamiento	31	75,61%
Banco Caja Social Colombia (BCSC) S.A	30	73,17%
Banco HSBC	30	73,17%
Banco Agrario de Colombia (Banagrario)	29	70,73%
C.F.C. Confinanciera S.A.	29	70,73%
Banco de Comercio Exterior de Colombia (Bancóldex)	29	70,73%

Fuente: Encuesta Código País.



### c) Resultados de los emisores del sector real

Los emisores del sector real han implementado en un 95% medidas como la de no designar como revisor fiscal a personas o firmas que hayan recibido ingresos de la compañía, de sus vinculados económicos, o de ambos, que representen el 25% o más de sus últimos ingresos anuales; que el emisor o sus vinculados económicos no contraten con el revisor fiscal servicios distintos de los de auditoría; que para facilitar a los accionistas la toma de decisiones informadas en la asamblea la compañía ponga a su disposición, dentro del término de la convocatoria y en el domicilio social, la documentación necesaria para su debida información sobre los temas por tratar, y que el emisor ponga a disposición de sus inversionistas un punto de atención o contacto, que sirva de canal de comunicación.

A su vez, las medidas menos implementadas por las entidades del sector real son la elaboración de un reglamento interno de funcionamiento de la asamblea general de accionistas y de un reglamento interno de funcionamiento de la junta directiva (medidas 18,19 y 20 del Código País).

Según los resultados de la encuesta, en 2009 solo 10 entidades del sector real cumplían con más del 75% de las medidas del Código País (véase el cuadro IV.4).

**CUADRO IV.4**  
**ENTIDADES DEL SECTOR REAL CON MAYOR NÚMERO DE MEDIDAS**  
**DEL CÓDIGO PAÍS ADOPTADAS**

Nombre	Número de medidas adoptadas	Porcentaje de adopción
ISAGEN S.A E.S.P.	38	92,68%
Sociedades Bolívar S.A.	36	87,80%
Grupo Nutresa <sup>a</sup>	36	87,80%
Compañía Colombiana de Inversiones S.A E.S.P.	35	85,37%
InterBolsa S.A.	34	82,93%
Interconexión Eléctrica S.A E.S.P.	33	80,49%
Edatel S.A E.S.P.	33	80,49%
Promigas S.A E.S.P.	33	80,49%
Ecopetrol S.A.	32	78,05%
Inversiones Argos S.A.	31	75,61%

Fuente: Encuesta Código País.

<sup>a</sup> En 2011 el Grupo Nacional de Chocolates S.A. cambió su denominación a Grupo Nutresa S.A., que representa todas las categorías de alimentos y empresas del grupo.

**CUADRO IV.5**  
**REGULACIÓN COLOMBIANA Y MEDIDAS DE GOBERNANZA CORPORATIVA<sup>a</sup>**

Aspecto	Código País de mejores prácticas corporativas (Cumpla o explique)	Ley 964 de 2005 – Obligatorio para emisores de valores	Ley 222 – Código de Comercio
Papel y responsabilidades del Consejo de Administración (Junta directiva)	Objetivos de la junta directiva: concebir y dirigir estrategias y supervisar alta gerencia y protección de accionistas. Funciones: planeación y finanzas, identificación de riesgos y adopción de políticas que los mitiguen, establecimiento y modificación de políticas, provisión de información a los accionistas. Medida 13. La junta directiva debe reunirse una vez al mes, por lo menos. Medida 14. Contenido del reglamento interno de la junta directiva: medidas 18, 19 y 20, carácter vinculante, informado a todo accionista. Medida 19. Contenido de las actas de la junta directiva: fuentes de información y razones a favor y en contra de la decisión tomada. Medida 22. La junta directiva decide sobre la contratación de un asesor para tomar una decisión y dispone presupuesto para hacerlo.		
Papel y responsabilidades de los consejeros (miembros de la junta directiva)	Medida 17. Los directores deben informar a la junta directiva de todo vínculo de interés con terceros. Medida 18. Ofrecer la información necesaria a todo miembro nombrado en el emisor por primera vez. Medida 20. Dar acceso anticipado (con un mínimo de dos días) a todo miembro a la información relevante para la toma de decisiones. Medida 21. Mantener informados a todos los suplentes de la junta directiva para que estén preparados. Confidencialidad absoluta de los asesores.		Art. 22. Los administradores son: el representante legal, el factor y los miembros de la junta directiva. Art. 23. Deberes de los administradores: lealtad, buena fe, interés social, realizar el objeto social, legalidad, dar libertad al revisor fiscal, proteger reserva, respetar información privilegiada, trato equitativo y no interés personal. Art. 200. Administradores: responsabilidad ilimitada, culpas y absoluciones. Art. 25. Acción social de responsabilidad: la asamblea puede declarar al administrador culpable por sus acciones. Art. 45. Luego de cada ejercicio el administrador debe rendir cuentas. Art. 46. Rendición de cuentas a la asamblea: gestión, finanzas, utilidades. Art. 47. Informe de gestión: acontecimientos, evolución, operaciones, normas y aprobación.
Estructura del Consejo de Administración (Junta directiva)	Tamaño y periodicidad de las reuniones a discreción. Reglamento interno, vital para la transparencia de la junta directiva. Medida 12. Número de miembros suficiente e impar.		

(continúa)

Cuadro IV.5 (continuación)

Aspecto	Código País de mejores prácticas corporativas (Cumpla o explique)	Ley 964 de 2005 – Obligatorio para emisores de valores	Ley 222 – Código de Comercio
Selección de consejeros (internos y externos)	<p>Candidatos a miembro de la junta directiva deben tener el perfil adecuado.</p> <p>Medida 15. El director debe tener trayectoria, formación y experiencia.</p> <p>Medida 16. Los miembros con vínculo laboral con el emisor no deben ser mayoría en la junta directiva.</p> <p>Medida 36. Hacer públicas las hojas de vida de los miembros.</p>	<p>Art. 39. Mecanismos de elección de junta directiva: cada sociedad puede decidir su sistema de votación diferente al de cuotas.</p> <p>Art. 40. Un 5% de los accionistas es suficiente para hacer una propuesta que sea considerada por la junta directiva.</p> <p>Art. 44. Las juntas directivas de los emisores de valores. Entre 5 y 10 miembros, 25% independientes (sin vínculos con el emisor), sin suplentes numéricos, el representante legal no puede presidir la junta directiva, puede no tener suplentes.</p>	
Alineación consejeros-alta dirección-control interno			
Evaluación del desempeño de la GC y sus órganos de gobierno	<p>Medida 23. Comités de nombramientos y retribuciones y de GC.</p> <p>Medida 24. Tareas del comité de nombramientos y remuneraciones: control, nombramiento y remoción; propuesta de criterios de contratación.</p> <p>Medida 25. Tareas del comité de GC: proveer información al público, reportar sobre comité de auditoría, revisar y evaluar desempeño de junta directiva, monitorear y supervisar.</p>		
El papel de la GC en la compensación de directivos y consejeros	<p>Medida 24. El comité de nombramientos y retribuciones debe apoyar a la junta directiva en materia de salarios.</p> <p>Medida 32. Divulgación pública de las políticas de remuneración.</p> <p>Medida 33. Divulgación pública de todo contrato.</p>		
El papel de la GC en la administración de riesgos (financieros y no financieros)	<p>Funciones de la junta directiva: identificación de riesgos y políticas que los mitigen.</p> <p>Medida 8. Operaciones relevantes con vinculados económicos y su aprobación por asamblea de accionistas, excepto las realizadas a tarifas de mercado y las operaciones de giro ordinario del emisor.</p> <p>Medida 26. Funciones del comité de auditoría: opinar sobre operaciones con vinculados económicos, establecer políticas de información financiera, consolidar información de órganos de control para presentarla a junta directiva.</p>	<p>Art. 45. Comité auditor. Integrado por lo menos por tres miembros de la junta directiva, presidido por un independiente, las decisiones se toman por mayoría, los miembros deben ser competentes y tener experiencia, participa el revisor fiscal de la sociedad, control máximo, facultad de asesorarse, reuniones cada tres meses.</p>	

(continúa)

Cuadro IV.5 (conclusión)

Aspecto	Código País de mejores prácticas corporativas (Cumpla o explique)	Ley 964 de 2005 – Obligatorio para emisores de valores	Ley 222 – Código de Comercio
Papel de la GC en la revelación de información	<p>Medida 27. Punto de contacto para canalizar información a inversionistas.</p> <p>Medida 28. Acceso a información que puede colocar en ventaja a todos los inversionistas por igual.</p> <p>Medida 29. Solicitar auditorías especializadas por parte de grupos de accionistas.</p> <p>Medida 30. Auditorías especializadas: definición del porcentaje accionario, requisitos de solicitud, designación, asunción del costo y etapas de contratación.</p> <p>Medida 31. Divulgación pública de hallazgos resultantes de actividades de control interno.</p> <p>Medida 32. Divulgación pública de las políticas de remuneración a miembros de la junta directiva y otros.</p> <p>Medida 33. Divulgación pública de todo contrato entre directores y otros ejecutivos del emisor.</p> <p>Medida 34. Divulgación pública de normas internas sobre solución de conflictos.</p> <p>Medida 35. Divulgación pública de criterios aplicables a negociaciones de directores y otros con acciones y valores del emisor.</p> <p>Medida 36. Divulgación pública de hojas de vida de miembros de la junta directiva y de órganos de control interno.</p>	<p>Art. 45. El comité auditor debe velar por la preparación, presentación y revelación de la información financiera, según lo dispuesto en la ley.</p> <p>Art. 47. El representante legal: establecer y mantener sistemas de revelación y control de información financiera, diseñar procedimientos de control y revelación de información.</p>	<p>Art. 47. Informe de gestión: divulgación de la evolución y situación económica, administrativa y jurídica de la sociedad.</p>

Fuente: Elaboración propia sobre la base del Código de mejores prácticas corporativas o Código País, Ley 964 de 2005 y Ley 222, Código de Comercio.

<sup>a</sup> En Colombia se ha establecido el término “junta directiva” para referirse al Consejo de Administración o directorio, como más comúnmente se le conoce en otros países.

## D. Calificadores de riesgo y gobernanza corporativa (GC)

Las calificadoras de riesgo llevan operando en el mercado colombiano menos de dos décadas. En 1994 ingresó al mercado local Duff & Phelps (resolución 0712 del 5 de agosto de 1994 de la antigua Superintendencia de Valores) (Superintendencia Financiera, 2008). Cuatro años después, como resultado de una asociación entre accionistas locales y la calificadora estadounidense Thomson Financial Bankwatch, se constituyó la segunda firma calificadora en el mercado local: Bankwatch Ratings de Colombia (resolución 0065 del 2 de febrero de 1998 de la antigua Superintendencia de Valores) (Superintendencia Financiera, 2008). Posteriormente, en 2000, Fitch Ratings adquirió a nivel global tanto Duff & Phelps como Thomson Financial Bankwatch. Con esta adquisición Duff & Phelps Colombia pasó a ser Fitch Ratings Colombia y se dio entrada a nuevos accionistas a Bankwatch Ratings de Colombia, que pasó a llamarse BRC Investor Services S.A. Durante casi 10 años estas fueron las únicas firmas calificadoras en el mercado local. En 2008 entró un nuevo actor netamente local, Value and Risk Rating S.A. (resolución 0813 del 23 de mayo de 2008 de la Superintendencia Financiera de Colombia), que hasta la fecha no ha participado en la calificación de emisiones de bonos y parece estar concentrado en la calificación de operaciones de menor monto (sector cooperativo, deuda bancaria, titularizaciones, otras).

Las firmas calificadoras de riesgo en Colombia operan bajo inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera (Num. 1, parág. 3, art. 75 de la Ley 964 de 2005), y su ejercicio se encuentra reglamentado en la resolución 400 de 1995 (de la antigua Superintendencia de Valores) (Superintendencia Financiera, 2008). Para que las calificadoras puedan operar en el mercado local deben tener autorización de constitución otorgada por la Superintendencia Financiera de Colombia. De igual manera, tienen que obtener permiso de funcionamiento e inscripción en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores (RNAMV), y organizarse como sociedades anónimas cuyo objeto social exclusivo sea la calificación de valores o riesgos relacionados con la actividad financiera, aseguradora, bursátil y cualquier otra relativa al manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público (Superintendencia Financiera, 2010). La resolución 400 de 1995 (art. 2.3.2.1) dispone “que toda calificación, así como sus revisiones deben adoptarse por un Comité Técnico, con sujeción al reglamento y a las metodologías definidas por cada SCR, y será cada sociedad la que deberá establecer el proceso operativo para otorgar las calificaciones” (Superintendencia Financiera, 2008). Respecto del comité técnico, la resolución 2167 de 2006 dispone que “deberá estar conformado permanentemente por un número plural e impar de miembros principales, con sus respectivos suplentes personales, que acrediten la experiencia [...]” (Superintendencia Financiera, 2006). Se exige a los miembros “por lo menos diez (10) años de labores en actividades relacionadas con finanzas corporativas y/o análisis de crédito o, cuando acredite por lo menos cinco (5) años de calificación de valores y/o riesgos.” (Superintendencia Financiera, 2006)

Las firmas que han participado en la calificación de bonos en el mercado colombiano operan bajo estándares y procedimientos internacionales. Fitch Ratings Colombia utiliza los mismos lineamientos que su casa matriz, que es una de las tres grandes calificadoras a nivel global, mientras que BRC Investor Services, además de tener su origen en una firma internacional, entre 2008 y junio de 2011 operó bajo un acuerdo de asistencia técnica con Moody's, otra de las tres grandes calificadoras. En estos estándares la GC tiene un “efecto asimétrico”<sup>11</sup>, pues cuando se considera que el emisor tiene un esquema de GC adecuado, esto no incide en gran medida en la calificación de

---

<sup>11</sup> De acuerdo con la metodología Fitch, la GC “opera como una consideración asimétrica: en los casos en que se considere adecuado o sólido, por lo general no tiene impacto (o tiene impacto muy leve) sobre las calificaciones crediticias del emisor. Sin embargo en los casos en que se observe una deficiencia que pudiera disminuir la protección del tenedor de bonos, es posible que la consideración tenga un impacto negativo sobre la calificación asignada.” (Fitch, 2010).

riesgo del bono, mientras que cuando se determina que el esquema de GC es insuficiente, es posible que esto sí afecte la calificación del bono (Fitch, 2010). Es decir, un esquema correcto de GC es un prerrequisito para obtener las mejores calificaciones de riesgo, pero no puede contribuir a elevar la calificación en caso de que existan aspectos financieros o de negocio deficientes.

En la práctica, en el mercado local se manifiesta este carácter “asimétrico” del componente de GC de las calificaciones, ya que un esquema sólido de GC es un prerrequisito para lograr las más altas calificaciones y se incluye explícitamente en las metodologías de calificación de las agencias locales (BRC Investor Services, s.f.; Fitch, 2010).

## 1. Regulación de la calificación de bonos

La regulación vigente (art. 2.22.1.1.4, decreto 2555 de 2010<sup>12</sup>) exige que los bonos ordinarios o de garantía general sean calificados por una agencia calificadora autorizada (que cumpla los requisitos mencionados) para los fines de su inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), y de la autorización de su oferta pública.

Por otra parte, la regulación colombiana es pionera en la región en cuanto a normas que buscan evitar prácticas tales como la de acudir selectivamente a distintas calificadoras en busca de la mejor calificación para determinado instrumento (*rating shopping*). Con este propósito, a partir de 2008 la regulación (arts. 2.22.2.1.3 y 2.22.2.1.4, decreto 2555 de 2010<sup>13</sup>) obliga a las sociedades calificadoras a:

- Informar de cualquier calificación otorgada, así como de sus revisiones periódicas o extraordinarias (a la Superintendencia Financiera, a los sistemas de negociación y mediante su publicación en internet) dentro de las 24 horas siguientes a la sesión del comité técnico en la que se haya aprobado la calificación.
- El comité técnico de calificación puede suspender el proceso para recibir más información del emisor, pero en ningún caso se podrá informar o revelar al calificado la posible calificación.
- Remitir a la Superintendencia Financiera, a los sistemas de negociación y publicar en internet, dentro de los ocho días hábiles siguientes a la calificación, el documento que la sustente.
- El emisor puede solicitar, dentro de las 24 horas siguientes a la sesión del comité técnico, que se mantenga en reserva la calificación siempre que sea la primera vez que se califica la emisión y siempre que los valores correspondientes a la emisión calificada no vayan a ser objeto de oferta pública en el mercado primario durante el término de vigencia de la calificación. Asimismo, estarán exceptuadas de publicación aquellas calificaciones definidas como privadas en los reglamentos de la sociedad calificadora con anterioridad al inicio del proceso de calificación, las cuales serán entregadas al calificado exclusivamente para su uso interno
- Sin embargo, si el calificado va a efectuar una oferta pública de valores deberá reportar como información relevante todas las calificaciones que haya obtenido en el último año.

<sup>12</sup> Decreto único financiero hace referencia al artículo 2.3.1.4., resolución 400 de 1995, modificado por el decreto 1076 de 2007.

<sup>13</sup> Decreto único financiero hace referencia al artículo 5 del decreto 1350 de 2008.

## E. Estudios de caso

### 1. Ecopetrol S.A.

Ecopetrol S.A. es la empresa con mayores ventas de Colombia, cuenta con reservas de petróleo probadas de más de 1.600.000 millones de barriles y registró utilidades por 4.400 millones de dólares en su ejercicio 2010. La compañía fue fundada en 1951 con el nombre de Empresa Colombiana de Petróleos S.A. y comenzó a funcionar como empresa pública encargada de administrar los recursos hidrocarburíferos y de operar las concesiones revertidas en el país (Ecopetrol, 2011). Hasta el año 2003 la compañía tuvo este doble papel de regulador/administrador de los recursos petroleros y, al mismo tiempo, de empresa petrolera.

En 2003 el Gobierno de Colombia inició un proceso de reestructuración de la compañía —por medio del decreto 1760 del 26 de junio de 2003 y la Ley 1118 de 2006— con el objeto de internacionalizarla y hacerla más competitiva en el ámbito de la industria mundial de hidrocarburos. La reestructuración transformó la compañía en una sociedad pública por acciones, modificó su estructura orgánica, introdujo prácticas voluntarias de buena GC y la despojó de las funciones de administradora de recursos petroleros. Para asumir estas últimas se creó la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH). La nueva estructura orgánica de la compañía la obligó a cambiar su direccionamiento estratégico con vistas a expandir en forma agresiva las operaciones de exploración y comercialización de la empresa para lograr su internacionalización y convertirla en un actor importante en el mercado mundial (Colombia Capital BVC, 2010c). Para expandirse e internacionalizarse, Ecopetrol comenzó a buscar concesiones de exploración en países como el Brasil, México y el Perú.

Con el propósito de capitalizarse y liberarse de la dependencia del Estado colombiano, en 2007 Ecopetrol llevó a cabo un proceso de democratización accionaria. Fue así como la compañía salió a vender acciones por el 10,1% de su capital social en la Bolsa de Valores de Colombia. Se adjudicaron 4.100 millones de acciones por un monto total de 2.740 millones de dólares y se recibieron más de 400.000 solicitudes que bordearon los 3.170 millones (Colombia Capital BVC, 2010c), lo que implica una sobredemanda del 150%. La democratización accionaria conllevó grandes beneficios para la empresa, ya que le permitió una mayor libertad corporativa, presupuestal, administrativa y financiera (véase el anexo 3, cuadro 2).

En 2008, Ecopetrol ingresó a la bolsa de Nueva York mediante la inscripción de títulos representativos de acciones o ADR (*American depository receipts*), nivel II (Parra y Chamorro, 2009), para así posicionarse como una empresa sólida ante los inversionistas internacionales. Posteriormente, se emitieron ADR en la Bolsa de Lima y en la Bolsa de Toronto en 2008 y 2010, respectivamente (Obregón, 2011).

El año siguiente, aprovechando la confianza de los inversionistas lograda con la emisión de ADR en la bolsa de Nueva York, Ecopetrol emitió bonos corporativos externos de deuda no garantizada y no subordinada por un monto de 1.500 millones de dólares, con vencimiento en 2019, para financiar el plan de inversiones del periodo 2009-2015 y atender obligaciones con los proveedores (Colombia Capital BVC, 2010c). La colocación fue extremadamente exitosa y se obtuvo una demanda del 700% de la oferta disponible. Ese mismo año Ecopetrol adquirió Hocol, un explorador de petróleo con operaciones en Colombia, en 748 millones de dólares; compró la participación de Enbridge en el operador de oleoductos Oleoducto Central S.A. (OCENSA), con lo que su participación en esta empresa aumentó a 60% (Hoovers, 2011), y adquirió el Offshore International Group Inc., controlador de la petrolera peruana Petrotech, en asociación con Korea National Oil Corporation (Knoc).

En 2010 Ecopetrol emitió bonos de deuda pública por 530 millones de dólares para financiar el plan de inversiones de 2010. Este plan incluía adelantar la perforación de 20 pozos exploratorios, 13 en Colombia, 4 en el Golfo de México, 2 en el Brasil y 1 en el Perú; aumentar en un 12% la producción de crudo y gas con respecto a 2009, e invertir en modernización de refinerías, el proyecto de servicios industriales y el plan de mejoramiento de la calidad de los combustibles (Ecopetrol, 2011). Los bonos fueron emitidos en tres series, con plazos de redención de 5 a 30 años. La colocación en el mercado local fue igualmente muy exitosa, pues hubo una demanda de 300% de los bonos por colocar. En el año 2011 Ecopetrol, en conjunto con Talisman Energy, compró la BP Exploration Company Colombia Ltd, con lo que aumentó su producción en 25.000 barriles al día.

En suma, desde un punto de vista empresarial, la década 2001-2011 fue muy dinámica para Ecopetrol. Parte de este dinamismo estuvo ligado a su entrada al mercado de capitales y a la reforma de sus prácticas de GC. Estas modificaciones se dieron en dos momentos: primero, en 2004, cuando la compañía estaba reorganizándose luego de su conversión en sociedad pública por acciones; posteriormente, en 2007, hubo un nuevo ajuste —de menor envergadura— cuando se preparaba la GC para la entrada al mercado de capitales. Por último, en 2008 se agregaron unos lineamientos mínimos de GC aplicables a las sociedades controladas por Ecopetrol (Obregón, 2011). En la actualidad las prácticas de GC en la firma se basan en tres pilares:

- i) La transparencia: un flujo constante de información dentro de la empresa y hacia el mercado y los accionistas, mediante la divulgación de información trimestral al mercado accionario.
- ii) La gobernabilidad: una estructura piramidal estricta en cuyo ápice se encuentra la asamblea de accionistas, seguida de la junta directiva y, luego, de la administración.
- iii) El control: sistemas de control internos y externos.

La primera etapa de reformas de GC, en 2004, no fue una reacción directa ante cambios en la regulación nacional (como en el caso de muchas compañías nacionales que actuaron en respuesta a la resolución 275 de 2001), pues Ecopetrol no tenía necesidad de colocar deuda entre las AFP. Por el contrario, los primeros cambios en materia de GC se dieron en 2004 de manera voluntaria, en procura de mejorar la competitividad de la empresa, que ambicionaba convertirse en un actor de talla mundial (Obregón, 2011). En ese año, tras la escisión de la Empresa Colombiana de Petróleos S.A. y la creación de la Agencia Nacional de Hidrocarburos en virtud del decreto 1760 de 2003, la empresa empezó a desarrollar su objeto social como empresa petrolera integrada. La reforma en materia de GC estuvo marcada por el establecimiento de un Código de buen gobierno que incluía, entre otras novedades, la constitución de una junta directiva y la casi totalidad de los elementos contemplados en la resolución 275 de 2001 (Obregón, 2011).

La segunda etapa estuvo ligada al proceso de democratización accionaria en el marco de la Ley 1118 de 2006 que autorizó el proceso de capitalización de Ecopetrol S.A. Este proceso, conllevó una actualización del Código de buen gobierno de acuerdo con los estándares nacionales e internacionales para emisores de valores. Se ajustó el código a la ley 964 de 2005 y a la Ley Sarbanes-Oxley de los Estados Unidos, además de acoger algunas recomendaciones del Código de mejores prácticas corporativas. Estas medidas permitieron a la compañía estar preparada para entrar al mercado bursátil nacional e internacional.

Con la conversión de la empresa en una sociedad de economía mixta con una participación privada del 10,1% y una participación del Estado del 89,9%, existía un riesgo excepcional de agencia entre el accionista mayoritario y los eventuales accionistas minoritarios. Los criterios con que el Estado había manejado la empresa tradicionalmente respondían más a lógicas políticas y fiscales (por ejemplo, tratar de equilibrar los déficit fiscales con las operaciones petroleras), que a un manejo empresarial



estratégico y moderno. Por lo tanto, la reinversión de utilidades y el crecimiento ocupaban un segundo plano con respecto a la repartición de utilidades. Para ofrecer garantías a los nuevos socios minoritarios que participarían de la oferta inicial de acciones se formuló la Declaración de la Nación en su calidad de accionista mayoritario, en la que el Estado se comprometió durante 10 años a:

- Mantener una política de dividendos que incluye pautas para fijar un monto mínimo en cada ejercicio;
- Incluir en la junta directiva a un representante de los departamentos productores de petróleo (entidades subnacionales) y de los accionistas minoritarios;
- Apoyar la inclusión de temas propuestos por el 2% de los accionistas en el orden del día de las asambleas ordinarias.
- Discutir en el pleno de la asamblea de accionistas la disposición de activos iguales o superiores al 15% de la capitalización bursátil de la firma y votar a favor de esta disposición únicamente si el 2% de los accionistas —o más— estuviera de acuerdo.

Este compromiso unilateral del Estado fue una garantía de buena GC adicional a las normas aplicables, lo que permitió reducir el riesgo de agencia entre un accionista con una mayoría absoluta y los nuevos accionistas minoritarios.

#### **CUADRO IV.6 ASPECTOS DE GOBERNANZA CORPORATIVA EN ECOPETROL S.A.**

Papel y responsabilidades del Consejo de Administración (junta directiva)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Supervisar el rendimiento de los ejecutivos clave y garantizar un beneficio aceptable para los accionistas.</li> <li>• Preparar y presentar a la asamblea una evaluación del cumplimiento dado a las disposiciones del Código de buen gobierno.</li> <li>• Considerar y responder las propuestas formuladas por los accionistas.</li> <li>• Mantener la independencia respecto del órgano de dirección.</li> <li>• Como órgano de administración superior, actuar en función de los derechos de los accionistas y de la sostenibilidad y crecimiento de la sociedad.</li> </ul>
El papel y responsabilidades de los consejeros (miembros de la junta)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Representar a todos los accionistas y no actuar en interés de accionistas en particular.</li> <li>• Tratar de forma equitativa y justa a todos los accionistas en sus decisiones.</li> <li>• Promover el cumplimiento de la ley, los estatutos sociales, el Código de buen gobierno, el Código de ética y demás reglamentaciones de la sociedad.</li> <li>• Ejercer su cargo en forma objetiva, imparcial y autónoma, y establecer directrices generales.</li> <li>• Conocer la condición financiera y operativa de la sociedad y los segmentos más importantes de sus negocios.</li> <li>• Participar activamente en las reuniones de junta y de los comités a los que pertenezcan.</li> <li>• Evitar cualquier situación de conflicto real o potencial entre sus deberes para con la sociedad y sus intereses personales.</li> <li>• No revelar las deliberaciones de la junta directiva y de los comités de los que forman parte.</li> </ul>
Estructura del Consejo de Administración (junta directiva)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Integrada por nueve miembros principales, sin suplentes, elegidos por períodos de un año, de los cuales al menos tres deben ser independientes.</li> <li>• En la actualidad el 66,6% (seis de nueve) de los miembros principales son independientes.</li> </ul>
Selección de consejeros (internos y externos)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La elección de los miembros independientes de la junta directiva se llevará a cabo conforme a los procedimientos establecidos en el decreto 3923 de 2006, por medio del sistema de cociente electoral y por la asamblea general de accionistas.</li> </ul>
Alineación consejeros-alta dirección-control interno	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Para garantizar la alineación de la junta directiva con el control interno se cuenta con el Comité de auditoría, el cual apoya a la junta directiva en la supervisión de la efectividad de los sistemas contables y financieros de la sociedad y vigila los procedimientos de control interno.</li> </ul>

(continúa)

Cuadro IV.6 (conclusión)

Evaluación del desempeño de la GC y sus órganos de gobierno	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los miembros de la junta directiva se autoevaluarán según mecanismo definido por la misma junta.</li> <li>• El presidente de la junta directiva presenta a la asamblea general de accionistas un informe sobre el funcionamiento de la junta directiva, en el que se considera asistencia a las reuniones de la junta y los comités, el desempeño y participación en ellas y la autoevaluación anual que los miembros de la junta realicen.</li> <li>• Para atender de manera directa sus responsabilidades, la junta directiva cuenta con el Comité de GC, el cual evalúa los resultados y presenta propuestas para el mejoramiento de la gestión en los aspectos bajo su responsabilidad.</li> </ul>
El papel de la GC en la compensación de directivos y consejeros	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La asamblea general de accionistas define la remuneración de los miembros de la junta directiva.</li> <li>• Para definir la compensación de directivos y consejeros, la junta directiva cuenta con el Comité de compensación y nominación.</li> <li>• El comité estudia y recomienda a la junta directiva la definición, revisión y actualización de los perfiles del presidente de la sociedad y de los altos ejecutivos, así como de sus procesos de selección, evaluación, compensación y desarrollo.</li> </ul>
El papel de la GC en la administración de riesgos (financieros y no financieros)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• el Comité de auditoría, integrado como mínimo por tres miembros de la junta directiva designados por la propia junta, tiene la función de: <ul style="list-style-type: none"> <li>– Recomendar a la junta directiva los lineamientos en materia de control interno.</li> <li>– Verificar la implementación de la estructura de control interno de acuerdo con el modelo COSO.</li> </ul> </li> <li>• Se integró el sistema de gestión de riesgos, encargado de fundar una cultura que incorpore la gestión de riesgos y de identificar los riesgos empresariales.</li> <li>• A nivel corporativo se cuenta con un comité de riesgos, el cual orienta estratégicamente la gestión de riesgos y monitorea su adecuado desempeño para asignar recursos.</li> <li>• El comité está integrado por representantes de la alta dirección de la empresa, incluido el presidente.</li> <li>• La unidad de gestión de riesgos presenta trimestralmente al comité de auditoría el estado actual del manejo de los riesgos de la sociedad.</li> </ul>
Papel de la GC en la protección de los accionistas minoritarios	<ul style="list-style-type: none"> <li>• De conformidad con lo establecido en el artículo 141 de la Ley 446 de 1998, cualquier número de accionistas que represente una cantidad de acciones no superior al 10% de las acciones en circulación y que no tenga representación dentro de la administración de la sociedad podrá acudir a la Superintendencia Financiera de Colombia cuando considere que sus derechos han sido lesionados directa o indirectamente.</li> </ul>
Papel de la GC en la revelación de información	<p>El Código de buen gobierno establece que los accionistas deben:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Tener acceso a la información pública de la sociedad en forma integral y oportuna.</li> <li>– Inspeccionar libremente los libros y demás documentos a los que se refieren los artículos 446 y 447 del Código del Comercio, dentro de los 15 días hábiles anteriores a las reuniones de la asamblea general de accionistas en las que se consideren los estados financieros.</li> </ul>

Fuente: Ecopetrol S.A., Código de buen gobierno y estatutos.

En suma, el caso de Ecopetrol resulta particular ya que se ha logrado combinar una propiedad estatal mayoritaria con un esquema fuerte de GC, lo que genera tranquilidad en el mercado respecto del manejo de la compañía. Aunque su solidez está por encima de cualquier duda y su capacidad de pago de obligaciones es amplia, desde que inició su transformación de pública en pública-privada la empresa consideró que un esquema robusto de GC era una herramienta para convertirse en un actor competitivo a nivel global. Esta confianza del mercado se ha demostrado en colocaciones muy exitosas de deuda corporativa por más de 2.000 millones de dólares en los mercados colombiano y estadounidense, que han tenido una amplia demanda por parte de los inversionistas.

## 2. Grupo Bancolombia

El grupo Bancolombia<sup>14</sup> es el banco más grande de Colombia, cuenta con más de 6,4 millones de usuarios, 700 sucursales y 2.300 cajeros automáticos en el país, 100 sucursales en El Salvador y tiene

<sup>14</sup> Bancolombia y Nutresa forman parte del llamado grupo empresarial antioqueño. Este, que no existe —ni ha existido— a nivel formal, es un cruce en la propiedad (*Kereitsu*) de tres conglomerados empresariales antioqueños, que se produjo como resultado de una estrategia defensiva frente a adquisiciones hostiles por parte de empresarios de otras regiones. Aunque este esquema imbricado en la propiedad puede ser cuestionado desde el punto de vista de la GC, es un aspecto relevante para las acciones, pues en la óptica de un tenedor de bonos no existe conflicto de agencia entre propietarios mayoritarios y minoritarios. Por consiguiente, esta dimensión no se considera en el análisis de GC de estas dos empresas.

presencia en Panamá, las Islas Caimán, el Perú y los Estados Unidos. En 2010, el grupo registró una utilidad neta de 736.9 millones de dólares (América Economía, 2010). Sus orígenes se remontan al Banco Industrial Colombiano (BIC), que comenzó a operar en el año 1945 bajo el control de Suramericana de Inversiones, una sociedad de cartera (*holding*) con negocios en el sector asegurador y financiero, que más tarde daría lugar al llamado grupo empresarial antioqueño. Hacia 1994, el BIC se planteó la meta de convertirse en la institución financiera más grande del país (Colombia Capital BVC, 2010a). Esto llevó a una decisión estratégica que dividió la historia de la organización en dos, pues para alcanzar el objetivo fijado se decidió implementar una estrategia basada en la participación en los mercados de capitales en los ámbitos tanto nacional como internacional (Rosillo, 2011).

La apuesta por el mercado de capitales condujo a que en 1995 el BIC fuera la primera empresa colombiana en ingresar a la bolsa de Nueva York, mediante la inscripción de títulos representativos de acciones o ADR (*American Depository Receipt*) (Camargo Gantiva, 2011). Tres años después, en 1998, el BIC se fusionó con el Banco de Colombia. Para realizar esta operación adquirió el 51% del capital social de dicho banco mediante un préstamo por 265 millones de dólares del JP Morgan y una emisión primaria de acciones en el mercado local por un total de 150 millones de dólares (Colombia Capital BVC, 2010a). Con la fusión se iniciaron operaciones bajo la marca Bancolombia y se logró una participación de 11,51% en el mercado colombiano. Corto tiempo después, en el año 2000, Bancolombia emitió por segunda vez acciones preferenciales bajo la modalidad de ADR en la bolsa de Nueva York, en procura de recapitalizar la institución bancaria después de reportar pérdidas en 1999 a causa de una fuerte crisis económica que afectó considerablemente al sector financiero colombiano en 1998 y 1999 (Colombia Capital BVC, 2010a).

Este proceso de expansión apalancado en el mercado de capitales representó un reto importante en materia de GC para la organización, pues se necesitaba un esquema robusto de GC no solo para cumplir las exigencias legales de los mercados de capitales, sino también para ganar la confianza de los inversionistas y, por ende, mejorar el desempeño de los instrumentos en los mercados (Rosillo, 2011). En consecuencia, desde mediados de los años noventa la entidad buscó ubicarse a la vanguardia en cuanto a prácticas de GC, lo que en ese momento era un aspecto muy poco desarrollado en la cultura empresarial y la normativa colombiana.

Persiguiendo la meta de posicionarse como el primer banco del país, en 2004 Inversiones Suramericana (la sociedad de cartera principal accionista de Bancolombia) decidió integrar sus tres negocios financieros, Bancolombia, Conavi y Corfinsura, en una sola entidad financiera para aprovechar las fortalezas de cada uno de ellos. La fusión dejó una base de 4.5 millones de usuarios y una participación de 20% en los activos del sector, lo que consolidó a Bancolombia como el banco más grande del país. Ese mismo año se emitieron bonos corporativos por 152 millones de dólares estructurados a plazos de 18, 24, 36 y 60 meses, con el fin de financiar la expansión de los créditos a largo plazo de la institución (véase el anexo 3, cuadro 3).

En el año 2006, Bancolombia era el líder con un 18% del mercado colombiano y consolidó una cartera completa de servicios (*full service bank*): banca minorista (*retail*), banca de inversión, arrendamiento con opción de compra (*leasing*), factoraje (*factoring*), banca fiduciaria y comisionista de bolsa, entre otros. Además contaba con tres oficinas internacionales en Puerto Rico, Panamá y Miami. El siguiente año, Bancolombia realizó una tercera emisión de 60 millones de acciones preferenciales, que fue ofrecida en el mercado colombiano y en la bolsa de Nueva York para atraer inversionistas internacionales. La emisión captó un total de 467 millones de dólares, de los cuales el 35,5% correspondió a compras realizadas por inversionistas colombianos y el resto se emitió en forma de ADR en el mercado estadounidense. Esta emisión tuvo por propósito financiar la adquisición del Conglomerado Financiero Internacional Banagrícola S.A., que tuvo un costo de 880 millones de dólares. El éxito de la emisión permitió la compra del 98,9% de Banagrícola, ampliando

así la operaciones de Bancolombia en Centroamérica con una participación del 30% en el mercado salvadoreño (Bancolombia, 2011). Por otra parte, la operación permitió que la entidad percibiera la incidencia de los buenos estándares de GC en la confianza de los inversionistas en procesos de emisión, en los planos tanto nacional como internacional.

En 2007, el éxito previo en la recaudación de fondos en el mercado de valores llevo a Bancolombia a estructurar un plan de emisión de bonos por tramos y por distintos volúmenes, con el que se esperaba colocar bonos ordinarios y subordinados por un total de 1.060 millones de dólares (Colombia Capital BVC, 2010c). Bajo este plan, en 2009 se emitieron bonos ordinarios y subordinados por 185 millones de dólares, con una demanda que superó los 266 millones, equivalente a 1.9 veces el valor de la oferta (Bancolombia, 2011). El año siguiente, Bancolombia emitió bonos ordinarios por 210,5 millones, con una sobredemanda que superó la oferta 2.8 veces (Bancolombia, 2011). También en 2010 el banco emitió bonos subordinados por 620 millones a una tasa de 6,125% y alcanzó una sobredemanda de 5.1 veces (Bancolombia, 2011). Estas colocaciones fueron excepcionales en tamaño y demanda para una compañía colombiana y estuvieron respaldadas por la solidez de la compañía y la claridad de sus prácticas de GC.

En 2011, Bancolombia realizó dos emisiones de bonos, en enero y en mayo. La primera, por 520 millones de dólares, a un plazo de cinco años (Camargo Gantiva, 2011) se colocó exitosamente, al igual que la segunda, que tuvo un monto record de 1.000 millones, con un margen (*spread*) sobre el tesoro americano de tan solo 290 puntos básicos. Con estos fondos se busca sostener la estrategia de crecimiento a largo plazo que ha definido la organización (Portafolio, 2011a).

En forma paralela a esta historia de exitosas colocaciones en el mercado de valores que han permitido a Bancolombia consolidarse como líder en el país y expandirse a otros mercados de la región, hubo avances en cuanto a prácticas de GC. En 2001, cuando la regulación colombiana introdujo el concepto de GC mediante la resolución 275 de la Superintendencia de Valores, los estándares de GC de Bancolombia ya había enfrentado la prueba ácida del mercado estadounidense y eran superiores y más estrictos que los exigidos en la resolución (ya se contaba con comité de auditoría y prácticas sobre revelación de información, entre otros). Sin embargo, con esta norma las prácticas se incorporaron bajo un Código de buen gobierno, el cual se acopló a la resolución (Rosillo, 2011).

De manera similar, cuando la regulación introdujo el Código País o de buenas prácticas corporativas, las normas internas requirieron ajustes mínimos para cumplir y exceder el nuevo código. Para Bancolombia, la regulación nacional ha provisto estándares y lineamientos para perfeccionar el modelo de GC, pero “no ha sido el referente”, pues los mercados e inversionistas internacionales hacen exigencias mayores (Rosillo, 2011). Por consiguiente, los estándares de GC de Bancolombia han ido más allá de los requisitos que establece la regulación local. En el futuro próximo la entidad pretende realizar una reforma en materia de GC, con el fin de extender y homogeneizar los estándares de GC en sus compañías controladas, dentro y fuera de Colombia, para así permanecer a la vanguardia en materia de gobierno corporativo (Rosillo, 2011).

En perspectiva, el caso de Bancolombia demuestra que una compañía puede, mediante un uso inteligente del mercado de capitales (combinación de deuda corporativa y acciones), posicionarse como líder en una industria altamente competitiva. De igual manera, la historia de la compañía pone de manifiesto que para llevar adelante una estrategia ambiciosa sustentada en el mercado de capitales, es condición *sine qua non* implementar un esquema de GC que dé total claridad al mercado. Es así que el mantenimiento de altos estándares de GC se convierte en una ventaja competitiva más que en una carga para la firma, pues permite sustentar la estrategia apalancada en deuda corporativa y acciones. Por lo tanto, esta firma ha procurado sustentar estándares que sobrepasan las exigencias de la regulación colombiana con el fin de incrementar su atractivo para los inversionistas internacionales.

### CUADRO IV.7

#### ASPECTOS DE GOBERNANZA CORPORATIVA EN BANCOLOMBIA

Papel y responsabilidades del Consejo de Administración (junta directiva)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Definir las políticas generales y los objetivos estratégicos del banco.</li> <li>• Hacer seguimiento de las acciones que se tomen para lograr los objetivos del banco, en función de los derechos de los accionistas y de la sostenibilidad y crecimiento de la compañía.</li> <li>• Velar por el cumplimiento de las disposiciones del Código de buen gobierno adoptado por el banco.</li> <li>• Promover el mejor trato y atención de los accionistas, clientes, empleados, proveedores y la comunidad.</li> <li>• Aprobar y revisar la estrategia, los principales proyectos, la política de riesgos, los presupuestos y el plan de negocios del banco, los productos y servicios nuevos.</li> </ul>
El papel y responsabilidades de los consejeros (miembros de la junta)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Desempeñar sus funciones procurando el mejor interés del Banco y de todos los accionistas.</li> <li>• Trato equitativo y justo de los accionistas en sus decisiones.</li> <li>• Promover el cumplimiento de las leyes aplicables, los estatutos sociales, el Código de buen gobierno y demás normas y reglas acogidas por el banco.</li> <li>• Definir los planes, estrategias y objetivos del banco.</li> <li>• Conocer la condición financiera y operativa y los segmentos importantes de los negocios del banco.</li> <li>• Participar activamente en reuniones de la junta y de los comités a los que pertenezcan.</li> <li>• Evitar los conflictos de interés con el banco.</li> </ul>
Estructura del Consejo de Administración (junta directiva)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Está compuesta por siete miembros, por periodos de dos años.</li> <li>• De conformidad con la ley, un mínimo de 25% de los miembros son independientes. En la actualidad el 42% (tres de siete) de los miembros de la junta son independientes.</li> </ul>
Selección de consejeros (internos y externos)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Son seleccionados por la asamblea general de accionistas mediante la aplicación del sistema de cociente electoral.</li> <li>• Los directores podrán ser reelegidos y removidos libremente por la asamblea, incluso antes del vencimiento de su período.</li> <li>• Para la selección se tienen en cuenta las disposiciones contenidas en los estatutos y el sistema de administración de riesgo de lavado de activos y de financiación del terrorismo.</li> </ul>
Alineación consejeros-alta dirección-control interno	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Las relaciones económicas del banco con sus directores, presidente y principales ejecutivos se llevarán a cabo dentro de los límites y condiciones establecidas por las normas pertinentes y las regulaciones sobre prevención, manejo y resolución de conflictos de interés.</li> <li>• el Comité de auditoría ordena y vigila que los procedimientos de control interno se ajusten a las necesidades, objetivos, metas y estrategias determinadas por Bancolombia.</li> </ul>
Evaluación del desempeño de la GC y sus órganos de gobierno	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Para la evaluación de los órganos de gobierno se creó el Comité de gobierno corporativo, integrado por el presidente de la junta directiva, otro miembro de la junta y el presidente del banco.</li> <li>• El comité revisa la autoevaluación anual de la gestión de la junta y formula sugerencias para su mejor funcionamiento, aprovechando los recursos y la tecnología disponibles.</li> <li>• El comité monitorea las negociaciones realizadas por miembros de la junta con acciones emitidas por el banco o por otras compañías del mismo grupo.</li> </ul>
El papel de la GC en la compensación de directivos y consejeros	<ul style="list-style-type: none"> <li>• el Comité de designación, compensación y desarrollo está integrado por dos miembros de la junta directiva elegidos por esta.</li> <li>• el Comité determina las políticas y normas para la contratación, remuneración, compensación y desarrollo del personal directivo y clave para el banco, además de vigilar las metas y evaluar la efectividad de los programas de compensación.</li> </ul>
El papel de la GC en la administración de riesgos (financieros y no financieros)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se creó el Comité de riesgos para apoyar la aprobación, seguimiento y control de las estrategias y políticas para la administración de riesgos.</li> <li>• El comité fija límites de actuación para cada área del banco (financiera y no financiera).</li> <li>• El comité apoya a la junta directiva y a la presidencia del banco en la evaluación de los riesgos que asume y en la determinación del capital requerido para respaldarlos.</li> <li>• La junta directiva designa a los integrantes del Comité de riesgos, incluidos sus miembros, el presidente, algunos vicepresidentes y otros funcionarios del banco.</li> </ul>
Papel de la GC en la protección de los accionistas minoritarios	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El Código establece que el banco velará por que los accionistas con dividendo preferencial y sin derecho a voto sean oportunamente notificados de las reuniones de la asamblea de accionistas y que tengan la posibilidad de ser escuchados por intermedio de un vocero que los represente.</li> <li>• Trato equitativo para todos los accionistas del banco, a partir de la base de que todos tienen los mismos derechos.</li> </ul>

(continúa)

Cuadro IV.7 (conclusión)

Papel de la GC en la revelación de información	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Según el Código, el banco debe informar a sus accionistas y al mercado sobre los principales riesgos previsibles y las medidas para enfrentarlos, así como sobre los mecanismos utilizados para la administración de riesgos.</li> <li>• Los estados financieros dictaminados por el revisor fiscal.</li> <li>• Los hallazgos sustanciales del revisor fiscal, las auditorías externas y aquellos arrojados por los sistemas de control interno del banco.</li> <li>• Las clases de acciones emitidas por la sociedad, la cantidad de acciones emitidas y en reserva.</li> <li>• Cambios relevantes en la participación accionaria y el control.</li> <li>• Acuerdos entre los principales accionistas del banco.</li> <li>• Negocios relevantes suscritos entre el banco y sus principales accionistas.</li> <li>• Los actos y contratos de orden sustantivo suscritos por el banco.</li> </ul>
--	---

**Fuente:** Bancolombia, Código de buen gobierno y estatutos.

### 3. Grupo Nutresa

El conglomerado Nutresa (llamado Grupo Nacional de Chocolates hasta 2010), es una de las mayores empresas multilatinas de origen colombiano. El grupo controla 44 compañías —24 de ellas fuera de Colombia—, con presencia directa en 12 países de América Latina y exportaciones a 75 países en el mundo. Sus negocios giran en torno a seis segmentos alimentarios: carnes, galletas, chocolates, café, helados y pastas. En 2010 las ventas totales bordearon los 2.500 millones de dólares. El actual grupo Nutresa nació en 1920, con la fundación de la Compañía Nacional de Chocolates Cruz Roja, que años más tarde se convirtió en la Compañía Nacional de Chocolates S.A. Su proceso de expansión se ha llevado adelante mediante participación en otras empresas o apertura de nuevos negocios, en los rubros de galletas, carnes, chocolates y café.

Desde los años setenta, Nacional de Chocolates junto con Suramericana de Inversiones y Cementos Argos constituyó, mediante cruces en la participación accionaria, el llamado sindicato antioqueño y, posteriormente, grupo empresarial antioqueño (Londoño y Acosta, 2004). Alrededor del año 2000, Nacional de Chocolates comenzó un avance simultáneo en dos direcciones. El primero, al igual que el grupo empresarial antioqueño, fue una reorganización con vistas a establecer un esquema de compañías de cartera que simplificara aspectos administrativos, permitiera un mejor foco en los negocios y les diera mayor transparencia; el segundo consistió en un proceso de expansión e internacionalización agresivo, que tenía un precedente en la adquisición de la empresa venezolana de carnes procesadas Herma en 1996 (Dinero, 2002).

Para avanzar en el primer sentido señalado, se creó Inversiones Nacional de Chocolates, que manejaría la cartera de inversiones en empresas como Colcafé, La Bastilla, Doria y Noel, así como las participaciones en otras compañías del grupo empresarial antioqueño, como Suramericana, Argos o Corfinsura (Dinero, 2002). El manejo del proceso industrial y comercial quedó en manos de la nueva Compañía Nacional de Chocolates, a la que se transfirieron los activos, pasivos y contratos vinculados a estas actividades. En 2005 se fusionaron Inversiones Nacional de Chocolates e InverAlimenticias S.A., lo que significó la salida de InverAlimenticias de la bolsa y la consolidación de la sociedad de cartera Compañía Nacional de Chocolates (González, 2011).

El proceso de reorganización tuvo una segunda fase a partir de 2008, marcada por la migración de todas las firmas controladas hacia un esquema de sociedades por acciones simplificadas. Esto fue posible gracias a un cambio en la regulación que permitió la existencia de sociedades por acciones con un único propietario (Ley 1258), lo que resultaba ideal para materializar el esquema buscado. Esta situación ofreció ventajas al grupo, tales como una estructura sencilla y adaptable, basada en reglas no obligatorias y un sistema dispositivo, que dio mayor flexibilidad a la administración (Dinero, 2011; González, 2011). Resulta destacable que todos los aspectos de GC que se aplican a la sociedad de cartera son llevados (sin que la regulación lo obligue) a todas las compañías controladas.

El segundo proceso, expansión e internacionalización del grupo, se inició con la adquisición en 2003 del 100% de la empresa de carnes procesadas Rica Rondo y de InverAlimenticias S.A. (antiguamente Galletas Noel, empresa en la que el grupo tenía participación hacia setenta años) (Dinero, 2002). Además, en 2004 se realizó la compra internacional de las plantas de galletas y chocolates de Nestlé en Costa Rica y, mediante nuevas inversiones y adquisiciones, se estableció una red de distribución internacional (Cordialsa) con presencia en los Estados Unidos, Panamá, Costa Rica, Nicaragua, Guatemala, El Salvador, Honduras y Puerto Rico. En 2005 y 2006 el grupo adquirió en Colombia empresas de pastas, setas y helados, en tanto que en Costa Rica y Panamá compró productores locales de galletas y cárnicos. El año siguiente entró al mercado peruano al adquirir un productor de chocolates, galletas y golosinas. El Grupo Nacional de Chocolates continuó expandiéndose con la adquisición internacional de la chocolatera mexicana Nutresa<sup>15</sup> S.A. de C.V. en 2009. Finalmente, en 2010, compró Fehr Holdings LLC en 84 millones de dólares, empresa dedicada a la producción y comercialización de galletas en los Estados Unidos. Esta acción, que le significó poder contar con dos plataformas de producción ubicadas en Texas y Oklahoma, consolidó la presencia del grupo en ese país y lo definió como multinacional.

Resulta destacable que el grueso de esta expansión nacional e internacional hasta 2009, que requirió inversiones por más de 4.000 millones de pesos colombianos (alrededor de 2.000 millones de dólares) no fue financiada con fondos del mercado de valores (González, 2011). En cambio, la firma redujo sus inversiones en negocios fuera de su foco (por ejemplo, su participación en la cadena minorista Éxito), y acudió al endeudamiento con la banca y a su caja propia para llevar adelante su plan.

La reorganización, expansión e internacionalización del grupo Nutresa fue acompañada de mejoras en sus prácticas de GC, inducidas por la regulación y por la necesidad de capital para realizar sus ambiciosos proyectos. Este cambio significó transformar una empresa local, con un manejo prudente, pero casi de corte familiar, en un conglomerado multinacional con un manejo acorde con los más altos estándares de GC.

En este proceso, el año 2001 fue crítico, ya que entró en vigencia la resolución 275 de la Superintendencia de Valores que estableció normas de buen gobierno corporativo para aquellos emisores que quisieran inversiones de fondos de pensiones (AFP). Nutresa estaba interesada en ese tipo de inversionistas y creía en el modelo de canalización del ahorro público a la empresa privada (González, 2011). Dada la necesidad de financiamiento y el tipo de actores que la nueva resolución habilitaba, se hizo una reforma profunda en materia de GC para ajustar las prácticas de la empresa a la norma (González, 2011). Luego de esta reglamentación se creó un código de buenas prácticas corporativas que se acopló a la resolución. Sin embargo, debido a que la empresa llevaba casi ochenta años en el mercado, con un manejo conservador y sin haber adoptado aún prácticas modernas de GC, hubo inicialmente cierta resistencia a la adopción de estándares que se interpretaban como una intromisión del Estado en el manejo de la empresa. Tras un proceso de maduración, los propios directivos del grupo entendieron e internalizaron el valor de tener una estrategia sólida de buena GC y Nutresa convirtió su práctica en una prioridad corporativa. Desde ese momento se ha caracterizado por garantizar la distribución de los beneficios de acuerdo con las condiciones de la empresa, además de divulgar información veraz, oportuna y completa sobre el estado de la sociedad (Nutresa, s.f.).

Este compromiso quedó de manifiesto 2007, cuando tras la publicación del Código País en reemplazo de la resolución 275, la empresa ajustó su código y prácticas de GC de tal forma que en la encuesta Código País de 2008 ocupó el primer lugar en adopción de estándares entre las empresas del

---

<sup>15</sup> En 2011, el Grupo Nacional de Chocolates S.A. cambió su denominación por Grupo Nutresa S.A., para así representar todas las categorías de alimentos y empresas del grupo, además de profundizar el vínculo de las marcas con la nutrición.

sector real. Además, estos principios han llevado a las empresas controladas por el grupo más allá de los requerimientos legales, ya que deben revelar información al mercado y seguir estrictos lineamientos de ética y conducta establecidos en el código (González, 2011).

La solidez en materia de GC ha permitido que a partir de 2009 la firma incurriera exitosamente en el mercado de valores de tres maneras. Primero, mediante el programa de títulos ADR nivel I (Dinero, 2009), que se hizo efectivo en 2009, año en que la crisis financiera afectó a la economía estadounidense. Esta apertura fue vista por la compañía como un primer paso para explorar ese mercado y poner a prueba la solidez tanto de la empresa como de sus prácticas de GC (González, 2011). Además, los ADR incrementaron la visibilidad de la compañía en la comunidad inversionista internacional, a pesar de que estos títulos no implican la emisión de acciones ni el listado en bolsa (Dinero, 2009). En el largo plazo, el objetivo del proyecto ADR es ayudar al grupo a pasar al nivel tres, es decir, a estar listada en bolsa (González, 2011).

Como segunda iniciativa, ese mismo año el grupo realizó una emisión de bonos ordinarios por 231.8 millones de dólares en el mercado colombiano, con el propósito de cambiar su perfil de deuda (véase el anexo 3, cuadro 1), pues se preveían vencimientos importantes en los años 2010 y 2011. Esta emisión no solo cumplió el objetivo buscado, sino que además logró reducir el costo de endeudamiento gracias a la sobredemanda de los bonos y las bajas tasas que se lograron. De igual manera, permitió al grupo percibir la importancia de las buenas prácticas de GC como señal de confianza para los inversionistas en procesos de emisión en el mercado de valores nacional e internacional (González, 2011). Fue así que la emisión de ADR y bonos fue considerada por el vicepresidente y secretario general del grupo como “una evaluación a fondo de nuestro esquema de buenas prácticas y la consolidación de las prácticas de Gobierno Corporativo del Grupo” (González, 2011).

Finalmente, en tercer lugar, la junta directiva anunció en marzo de 2011 la aprobación del Reglamento de emisión y colocación de acciones de la compañía, lo que vino a confirmar la primera emisión de acciones en varias décadas (E-Bursátil, 2011). La nueva emisión, realizada en julio de 2011, fue por 290 millones de dólares y logró una sobredemanda record para el mercado colombiano de 17 veces el valor de las acciones disponibles (es decir, las ofertas totalizaron casi 5.000 millones de dólares). Esta emisión confirmó la confianza del público en la compañía y puso de relieve la conveniencia de contar con un esquema sólido de GC.

#### **CUADRO IV.8 ASPECTOS DE GOBERNANZA CORPORATIVA EN NUTRESA S.A.**

Papel y responsabilidades del Consejo de Administración (junta directiva)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La junta directiva tiene 29 funciones específicas, entre las que se encuentran: nombrar y remover al presidente de la empresa, a los vicepresidentes, al secretario y a los representantes legales.</li> <li>• Fijar la fecha de la reunión ordinaria de la asamblea de accionistas.</li> <li>• Reglamentar la colocación de acciones en reserva, en los casos en que le corresponda o cuando así lo haya delegado la asamblea de accionistas.</li> <li>• Analizar previamente los estados financieros.</li> <li>• Determinar la inversión que haya dispuesto la asamblea de accionistas.</li> <li>• Reglamentar la colocación de bonos sobre las bases que determine la asamblea.</li> <li>• Iniciar negociaciones sobre escisión de la empresa, fusión con otras compañías, absorción activa o pasiva, enajenación o arrendamiento de la empresa o de la totalidad de sus activos, y someter lo acordado a la aprobación de la asamblea de accionistas.</li> <li>• Adoptar el Código de buen gobierno, aprobar las modificaciones y actualizaciones que sean necesarias y asegurar su efectivo cumplimiento.</li> <li>• Velar por el cumplimiento de las políticas y directrices de la empresa y revisar el desempeño de su presidente y de los funcionarios del grado inmediatamente inferior a él.</li> </ul>
---	--

(continúa)



## Cuadro IV.8 (conclusión)

El papel y responsabilidades de los consejeros (miembros de junta)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cumplir las funciones propias del cargo establecidas por la ley, los estatutos, el Código y demás reglas aplicables.</li> <li>• Guardar estricta confidencialidad de la información y documentación a que tiene acceso en el ejercicio de su cargo.</li> <li>• Asistir a las reuniones de junta y de comités a que pertenezca, a las que sea citado, y participar en ellas.</li> <li>• Respetar y defender los intereses del grupo empresarial.</li> <li>• Evitar e informar situaciones potenciales de conflicto de intereses.</li> </ul>
Estructura del Consejo de Administración (junta directiva)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La junta directiva se compone de siete miembros y sus respectivos suplentes.</li> <li>• De los siete miembros principales, un mínimo de dos serán independientes, al igual que sus respectivos suplentes. En la actualidad, el 57% (cuatro de siete) de los miembros principales (y sus suplentes) son independientes.</li> </ul>
Selección de consejeros (internos y externos)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La junta directiva es designada por la asamblea de accionistas por períodos de dos años, pero pueden ser reelegidos en forma indefinida y removidos libremente.</li> </ul>
Alineación consejeros-alta dirección-control interno	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El presidente de la empresa no es miembro de la junta directiva, pero deberá asistir a todas las reuniones, con voz y sin voto.</li> </ul>
Evaluación del desempeño de la GC y sus órganos de gobierno	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La junta directiva establecerá el Comité de gobierno corporativo, el cual estará integrado por tres de sus miembros y estará encargado de: <ul style="list-style-type: none"> <li>– Propender a que los accionistas y el mercado en general tengan acceso de manera completa, veraz y oportuna a la información de la empresa que deba revelarse, además de informar acerca de las actividades desarrolladas por los comités financiero y de auditoría.</li> <li>– Revisar y evaluar las labores de la junta directiva.</li> <li>– Monitorear las negociaciones realizadas por miembros de la junta con acciones emitidas por la compañía o por otras del grupo empresarial.</li> <li>– Supervisar el cumplimiento de la política de remuneración de los administradores.</li> <li>– Garantizar el cumplimiento de las disposiciones de este Código.</li> </ul> </li> </ul>
El papel de la GC en la compensación de directivos y consejeros	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La junta directiva establecerá un comité de nombramientos y retribuciones, integrado por tres de sus miembros, principales o suplentes, para servir de apoyo a la junta en la adopción de sistemas de remuneración y evaluar el desempeño de directivos y ejecutivos.</li> <li>• Además, este comité debe proponer el nombramiento o remoción del presidente de la empresa y de los funcionarios del grado inmediatamente inferior a este.</li> </ul>
El papel de la GC en la administración de riesgos (financieros y no financieros)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La junta directiva formará con cuatro de sus miembros principales o suplentes un comité financiero y de auditoría, que se reunirá como mínimo cada tres meses y contará con la asistencia del revisor fiscal, quien tendrá derecho a voz, pero no a voto. Las funciones de este comité serán las siguientes:</li> <li>• Supervisar el cumplimiento de los programas de auditoría interna.</li> <li>• Establecer las políticas, criterios y prácticas que utilizará la empresa en la construcción, revelación y divulgación de su información financiera y velar por su preparación y revelación.</li> <li>• Considerar los estados financieros antes de que sean sometidos a la aprobación de la junta directiva y de la asamblea.</li> </ul>
Papel de la GC en la protección de los accionistas minoritarios	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Según el Código de buen gobierno, la junta directiva de la sociedad velará porque se dé un tratamiento justo e igualitario a todos los accionistas, además de garantizar que todos obtengan la expedición oportuna de los títulos de acciones y el pago íntegro de dividendos y rendimientos.</li> </ul>
Papel de la GC en la revelación de información	<ul style="list-style-type: none"> <li>• En el de Código de buen gobierno se indica que el comité financiero y el de auditoría deben establecer las políticas, criterios y prácticas que utilizará la empresa en la construcción, revelación y divulgación de su información financiera de acuerdo con la ley.</li> <li>• En el de Código de buen gobierno se designa al comité de gobierno corporativo como encargado de ocuparse de que los accionistas y el mercado en general tengan acceso completo a la información de la empresa.</li> </ul>

Fuente: Código de buen gobierno y estatutos de Nutresa S.A.

En resumen, el estudio del grupo Nutresa muestra la forma en que una compañía puede apalancar su operación y optimizar sus opciones de financiamiento mediante el uso de bonos de deuda corporativa. La excelente acogida de los mercados tanto de los bonos colocados en 2009 como de las acciones en 2011 muestra que los inversionistas confían en la firma, lo que se explica en parte por la tranquilidad que ofrecen sus prácticas sólidas de GC. En cuanto a la firma misma, se observa que buena parte de la expansión hasta 2009 fue impulsada por desinversiones y fuentes tradicionales de financiación, pero que a partir de 2009 incursionar en el mercado de capitales probó ser una forma eficiente de financiar futuras necesidades.

#### 4. Colombina S.A.

Colombina S.A. es una empresa familiar, con una posición sólida en el mercado alimentario colombiano, sustentada en una cartera de nueve segmentos de alimentos: galletas, pasteles, dulcería, chocolates, chicles, salsas, conservas, bocadillos (pasabocas) y helados. Para apalancar su red de distribución, la compañía también representa otras marcas de productos alimenticios, como enlatados Van Camps (líder en pescado en lata), y Café Buen Día. Actualmente, Colombina S.A. controla 22 firmas en Colombia, Centroamérica y Sudamérica, con presencia directa en Guatemala, Puerto Rico, Ecuador, Chile, Venezuela y el Perú, además de exportar a 44 países (HelmTrust, 2010). En 2010, Colombina reportó ventas totales por 680.169 millones de pesos colombianos (358 millones de dólares), y tuvo un crecimiento de 10,5% con respecto a 2009 (LaNota.com, 2011). Actualmente, la firma continúa siendo familiar, pues el 100% de la propiedad aún es de la familia Caicedo, heredera del fundador. Incluso, en diciembre de 2009, se compró a Corficolombiana (compañía de inversiones) el 7,6% de las acciones de Colombina en su poder (Colombia Capital BVC, 2010b).

El origen de esta compañía fue uno de los ingenios azucareros más importantes de Colombia, el ingenio Riopaila, fundado en 1918 por Hernando Caicedo. En 1932, 14 años después, se crea Colombina S.A. con la intención de ofrecer productos con valor agregado en la industria de la caña de azúcar, como dulces y confites. A mediados de los años sesenta Colombina realiza sus primeros esfuerzos para expandirse y posicionarse como líder en la región, para lo cual incorpora técnicas europeas de fabricación de bombones rellenos y mermeladas con sabores naturales. Desde finales de la década de 1980 Colombina S.A. procura expandirse horizontalmente e internacionalizarse. De acuerdo con su plan de expansión, se asoció con otras empresas del sector, como Peter Paul (chocolates rellenos), Meiji Seika (productos alimenticios japoneses), y General Foods (refrescos) (Colombina, 2011 ). Igualmente, se adquirieron empresas en diferentes nichos de la industria de alimentos (como salsas La Constancia en 1990 y helados Robin Hood en 2004, entre otras firmas), y se establecieron acuerdos de distribución con otras empresas, como Hershey's y Van Camps (Colombia Capital BVC, 2010b). En 2001, Colombina se expandió a Guatemala, donde instaló una planta en asociación con el grupo Pantaleón Concepción, con vistas a fabricar y distribuir productos para Centroamérica y el Caribe (Colombina, 2011 ).

En forma paralela con sus operaciones de expansión e internalización, Colombina S.A. se esforzó por modernizar su estructura de gobierno y administración. Por una parte, ingresó como inversionista Corficolombiana (compañía de inversiones), lo que interrumpió temporalmente el carácter 100% familiar de la firma, aunque en 2009 las acciones se recompraron. En procura de lograr una mayor formalización, la empresa se propuso constituir una junta directiva más eficiente y comenzó a contratar gerentes y altos directivos no pertenecientes al grupo familiar (en 2009 solo un vicepresidente y el director ejecutivo (CEO) eran del grupo familiar) (Colombia Capital BVC, 2010b).

En 2006, Colombina S.A. exploró la posibilidad de acceder al mercado de deuda como una alternativa atractiva de financiación, ya que hasta entonces se había financiado principalmente vía

reinversión de utilidades y endeudamiento crediticio (Colombia Capital BVC, 2010b). La compañía poseía inversiones a largo plazo parcialmente financiadas con deudas a mediano y corto plazo, hecho que implicaba posibles riesgos en materia de refinanciamiento. Dado que parte del crecimiento de la compañía era costado con capital propio, esto podría generar tensiones entre las necesidades de recursos de los accionistas y los planes de expansión (Colombia Capital BVC, 2010b). Hernán Darío Mejía, vicepresidente de la firma, comenta que la decisión de incursionar en el mercado de capitales estuvo marcada por cuatro objetivos principales (Mejía, 2011):

- buscar financiación a mejores tasas que las del mercado intermediado;
- mejorar el perfil de la deuda mediante vencimientos a más largo plazo;
- enviar un mensaje a la banca al considerar la posibilidad de financiación por otras vías, y
- satisfacer el deseo de incursionar en el mercado de capitales.

Fue así que en marzo de 2007 Colombina S.A. colocó 50.000 millones de pesos colombianos en bonos ordinarios, con plazos de amortización entre 7 y 10 años (HelmTrust, 2010). El proceso fue exitoso y hubo posturas por más de 92.000 millones de pesos, lo que indujo a realizar una nueva emisión. En agosto de 2009 se colocaron 100.000 millones de pesos en bonos ordinarios —con posturas por más de 167.000 millones de pesos—, lo que permitió a la empresa acceder a financiamiento a menor costo y continuar su proceso de expansión. Cabe anotar que, a pesar del aumento en el apalancamiento de la firma y la desaceleración de la economía en 2009, los bonos recibieron la calificación AA+, lo que denota el buen desempeño de la empresa y la confianza en su esquema de GC (Colombia Capital BVC, 2010b).

Con las colocaciones de 2007 y 2009, además de conseguir los objetivos propuestos, la compañía percibió una serie de beneficios adicionales. Por una parte, pudo demostrarle al sistema financiero que era posible sustituir deuda intermediada por emisiones de bonos de manera regular, mejorando así su posición de negociación (Colombia Capital BVC, 2010b). Asimismo, la elevación de sus estándares de GC mejoró su perfil frente a clientes y proveedores, además de darle mayor visibilidad en el mercado de capitales. También contribuyó a mejorar la relación entre accionistas, facilitó la labor de la administración y aumentó la confianza de los inversionistas (Mejía, 2011).

El acercamiento de Colombina al mercado de capitales estuvo marcado por el programa Colombia Capital de la Bolsa de Valores de Colombia, apoyado por el Banco Interamericano de Desarrollo. La finalidad de este programa es apoyar a empresas con potencial para convertirse en nuevos emisores y Colombina S.A. desde agosto de 2006 formó parte del primer grupo de empresas vinculadas al programa. En este proceso la firma se benefició de capacitaciones, apoyo técnico y, sobre todo, de intercambios con empresas que ya habían acudido al mercado de capitales para financiarse (Mejía, 2011).

Aun cuando en 2006 la firma ya tenía un tamaño considerable, algunas de sus prácticas de GC seguían siendo las mismas de una empresa familiar. Pese a que la resolución 275 de la Superintendencia de Valores estaba vigente desde hacía más de cinco años, la empresa no se había acogido a ella por no haber estado interesada en hacer emisiones en el mercado público. Por consiguiente, solo en 2006 la firma redactó su Código de buen gobierno y se ajustó a esta norma y a la Ley 964 para emisores. La adopción de estas normas imponía algunas cargas (por ejemplo, mayor visibilidad y revelación de información), y fue necesario superar resistencias internas de accionistas que percibían que las obligaciones podían ser mayores que los beneficios. El cambio significó una profundización de los compromisos de divulgación de información, al igual que el establecimiento de mecanismos para la protección de los accionistas minoritarios y los tenedores de bonos. Esto permitió a la empresa pasar de un manejo casi familiar al de un complejo industrial con altos estándares de GC (Colombia Capital BVC, 2010b).

**CUADRO IV.9**  
**ASPECTOS DE GOBERNANZA CORPORATIVA EN COLOMBINA S.A.**

Papel y responsabilidades del Consejo de Administración (junta directiva)	<p>La junta directiva es el órgano de administración directa de la sociedad y por ende debe cumplir las siguientes funciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Representar los intereses de la sociedad y de todos los accionistas.</li> <li>• Nombrar y remover libremente al gerente general y al secretario de la sociedad.</li> <li>• Presentar a la asamblea general de accionistas un informe razonado sobre la situación financiera de la sociedad y proponer la distribución de utilidades.</li> <li>• Decretar y reglamentar la emisión y colocación de acciones.</li> <li>• Elegir al presidente de la junta directiva cada año.</li> <li>• Adoptar medidas específicas relativas al gobierno de la sociedad, su conducta y su información.</li> <li>• Promover el establecimiento de los mecanismos y procedimientos necesarios para que los derechos de los accionistas sean respetados.</li> <li>• Solicitar informes periódicos a los ejecutivos clave sobre la situación de la sociedad.</li> <li>• Poner a consideración de la asamblea general de accionistas las reformas relacionadas con el gobierno corporativo.</li> </ul>
El papel y responsabilidades de los consejeros (miembros de la junta)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Garantizar, sin diferenciación, los derechos de los asociados, con independencia de la participación que estos tengan en la sociedad.</li> <li>• Velar por el respeto de los derechos de todos sus accionistas y demás inversionistas en valores.</li> </ul>
Estructura del Consejo de Administración (junta directiva)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La junta directiva se compone de nueve miembros principales con sus respectivos suplentes personales, elegidos por la asamblea general de accionistas por un período de un año a contar de la fecha de su elección. Por lo menos un 25% de los miembros de la junta deben ser independientes.</li> </ul>
Selección de consejeros (internos y externos)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los nueve miembros de la junta directiva con sus respectivos suplentes personales son elegidos por la asamblea general de accionistas.</li> <li>• El código establece que la empresa debe contar con un equipo de directores de amplia y reconocida trayectoria profesional, así como de gran honorabilidad y destacadas calidades personales y morales, quienes no deberán pertenecer simultáneamente a más de cinco juntas directivas de sociedades por acciones.</li> </ul>
Alineación consejeros-alta dirección-control interno	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Con el fin de implementar sistemas adecuados de control interno que permitan a los inversionistas hacer seguimiento de las actividades de control interno, la compañía cuenta con un auditor interno.</li> <li>• El área de auditoría interna administra el riesgo de la sociedad y se encarga de diseñar y ejecutar las políticas y procedimientos de control interno que deban implementarse dentro de la compañía de acuerdo con las instrucciones y sugerencias de la junta directiva y del Comité de auditoría.</li> </ul>
Evaluación del desempeño de la GC y sus órganos de gobierno	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Colombina S.A. adoptó mecanismos de evaluación y control de las actividades que desarrollan los directores, ejecutivos y administradores de la entidad.</li> <li>• La asamblea general de accionistas posee la facultad de determinar los mecanismos para la evaluación y control de las actividades de directores, administradores y principales ejecutivos.</li> </ul>
El papel de la GC en la compensación de directivos y consejeros	<ul style="list-style-type: none"> <li>• El Código de buen gobierno establece que la remuneración de la junta directiva será fijada anualmente por la asamblea general de accionistas, mientras que la de los altos directivos la determinará la junta directiva.</li> <li>• El área de recursos humanos tiene a su cargo la administración de la política salarial, según la cual los empleados son remunerados de acuerdo con la evaluación de su desempeño con las políticas definidas por la junta directiva.</li> </ul>
El papel de la GC en la administración de riesgos (financieros y no financieros)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La empresa ha diseñado un mecanismo para identificar los riesgos inherentes a la sociedad y realizar las siguientes funciones:</li> <li>• Administrar el riesgo de operación de la compañía, lo que requiere contar con procedimientos preventivos y correctivos.</li> <li>• Instituir las directrices administrativas y de control definidas por la junta directiva.</li> <li>• Respalda un modelo de operación y administración uniforme.</li> <li>• Apoyar una estructura organizacional y de GC que responda a las circunstancias y necesidades de los negocios.</li> <li>• Asistir a la administración en la evaluación económica de proyectos y estrategias de negocios.</li> <li>• Garantizar el cumplimiento del sistema de control interno.</li> </ul>

(continúa)

Cuadro IV.9 (conclusión)

Papel del GC en la protección de los accionistas minoritarios	<p>El Código de buen gobierno establece que:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Salvo las excepciones contempladas en la ley, todos los accionistas de la sociedad tienen iguales derechos y obligaciones.</li> <li>• La junta directiva debe garantizarlos los derechos de sus asociados, sin hacer diferencias y al margen de su participación en la sociedad.</li> </ul>
Papel de la GC en la revelación de información	<p>Según el Código, la empresa debe informar a sus accionistas y a las autoridades sobre:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Las cuentas, balances o inventarios de la compañía y presentar un informe razonado sobre la situación financiera de la sociedad.</li> <li>• Los niveles de exposición a riesgos de mercado, de liquidez, de tasa de interés y de tasa de cambio.</li> <li>• Los informes de gestión de la junta directiva, del presidente y del revisor fiscal.</li> <li>• Los objetivos de negocios que la administración se ha fijado para el ejercicio.</li> <li>• Informes concernientes a la gestión de los principales órganos de la compañía.</li> <li>• Los informes relevantes del revisor fiscal.</li> <li>• Pleitos y litigios en trámite o decididos durante el periodo.</li> <li>• La existencia y contenido del Código.</li> <li>• La secretaría general debe dar acceso a accionistas, inversionistas y público en general a información sobre la sociedad.</li> </ul>

Fuente: Código de buen gobierno y estatutos de Colombiana S.A.

A diferencia de los demás casos estudiados, Colombiana S.A. es una empresa familiar que durante buena parte de su historia tuvo poco interés en el mercado de capitales. Una vez que decidió acudir a él tuvo que vencer algunas resistencias internas y ajustar sus prácticas de GC para cumplir con las normas para emisores. Logrado esto, la firma accedió a una fuente de financiación que se ajustaba mejor a su perfil financiero (inversiones a largo plazo), pudo conseguir mejores tasas y tuvo llegada al mercado de capitales. El caso muestra que si bien el proceso de realizar una primera emisión puede tener un costo, entrar al mercado de capitales tiene ventajas a corto y largo plazo que superan con creces ese costo y que, en ocasiones, son incluso inesperadas.

## 5. Análisis comparativo de los casos estudiados

El análisis comparativo se centra en las categorías propuestas por la coordinación de este estudio, que permiten mostrar una perspectiva para los tres países estudiados. Este análisis se fundamentó en 39 estándares de mejores prácticas, a partir de los cuales se construyó un indicador que otorga un punto solo si las prácticas de la empresa cumplen con la totalidad del estándar. La información se consolidó sobre la base de los códigos de buen gobierno, los informes anuales sobre gobernanza corporativa, los estatutos de las empresas analizadas y las entrevistas a sus funcionarios. Cabe mencionar que estos estándares apuntan únicamente a los aspectos de GC críticos en las emisiones de deuda corporativa, por lo que no cubren otros aspectos de GC en general como, por ejemplo, protección de accionistas minoritarios o remuneración de directores.

A alto nivel, los resultados que arrojan las firmas colombianas están distantes del valor de referencia (*benchmark*) propuesta, en especial en los aspectos relativos a comités. El valor máximo del indicador para una compañía colombiana fue de 6,1 en una escala<sup>16</sup> de 10, mientras que el mínimo fue de 3,08, con un promedio de 4,982 (véase el cuadro IV.10).

<sup>16</sup> La regulación colombiana no contempla algunos de los aspectos del indicador, por lo que el máximo posible para una empresa local es de 9,4 sobre el valor de referencia de 10.

**CUADRO IV.10  
RESUMEN DE RESULTADOS DEL INDICADOR**

Valor de referencia (máximo posible)	Mínimo	Máximo	Media	Mediana
10,0	3,08	6,10	4,82	5,05

Las cuatro firmas colombianas cumplen en gran parte con los estándares propuestos en relación con el consejo directivo, su papel y selección. En este aspecto, el promedio de las cuatro es de 3,0 sobre un valor de referencia de 4,8. El desempeño no es tan bueno en los indicadores relacionados con comités, pues el promedio es de 1,82 sobre un valor de 5,2. Sin embargo, debido a que la regulación colombiana lo exige, todas las empresas cuentan con un comité de auditoría y cumplen con los estándares del indicador propuesto. Igualmente, dos de las firmas tienen un comité de gestión de activos y pasivos (equivalente al comité de inversiones en activos financieros, obligatorio para firmas financieras en Colombia). Sin embargo, solo una de las compañías informa tener un comité de riesgos, que no está contemplado en la regulación nacional. Cabe mencionar que en tres de ellas algún otro comité —en varias ocasiones el Comité de auditoría— asume las funciones de los comités de riesgos, financiamiento corporativo e inversiones en activos financieros.

Al aplicar este indicador, una de las conclusiones interesantes y prácticas a las que se ha llegado es que las empresas no informan públicamente y de manera consolidada sobre algunos requisitos de GC, aunque los cumplen y no son materia confidencial, lo que significa que si se revisan únicamente los documentos públicos (códigos de buen gobierno y estatutos), parecería que su desempeño en este sentido es menos completo. Como se observa al comparar los cuadros IV.10 y IV.11, al consultar exclusivamente los códigos y estatutos el desempeño de las empresas colombianas es extremadamente más bajo. Durante la elaboración de este estudio las empresas han sido muy abiertas con su información y los puntajes del índice tras las entrevistas resultan ser más altos, pues se constata que cumplen con estándares que no necesariamente figuran en los códigos y estatutos.

**CUADRO IV.11  
RESUMEN DE RESULTADOS DEL INDICADOR CONSIDERANDO SOLO  
CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO Y ESTATUTOS**

Valor de referencia (máximo posible)	Mínimo	Máximo	Media	Mediana
10,0	1,73	3,08	2,33	2,25

Si bien el indicador no permite una correlación directa entre desempeño en materia de GC y comportamiento de la deuda o éxito en las colocaciones, sí muestra una relación positiva entre uno y otro. Todas las firmas han honrado sus obligaciones (sin incumplimientos ni renegociaciones), han tenido éxito en sus colocaciones y sus calificaciones son AAA y AA+. Esto puede deberse a que todas satisfacen una serie de requisitos básicos de GC y tienen buenas posiciones de mercado en sus respectivas industrias. También se ha podido observar que las compañías que más volúmenes de recursos captan en el mercado y aquellas que lo hacen en mercados externos tienen los estándares más altos de GC. De igual manera, el desempeño de las empresas colombianas con respecto al índice está muy ligado a la regulación local. En comparación con los demás casos analizados (México y el Brasil), las empresas colombianas solo destacan en aquellos aspectos que son obligatorios según la regulación local (por ejemplo, los comités de auditoría).

**CUADRO IV.12**  
**RESULTADOS DEL INDICADOR DE PRÁCTICAS DE GOBERNANZA CORPORATIVA**  
**RELATIVAS A EMISIÓN DE DEUDA**

Categorías	Estándares para bonos	¿Compatible con regulación colombiana?	Máximo posible (valor de referencia)	Resultados compañías colombianas			
				Mínimo	Máximo	Media	Mediana
Papel del Consejo de Administración	1. ¿Autorizar la emisión de bonos, sea o no que el regulador requiera un prospecto de colocación?	Sí	2,08	1,51	1,70	1,56	1,51
	2. ¿El prospecto del bono cumple los requerimientos de oferta pública del regulador?	Sí					
	3. ¿Se conocen los usos de recursos en la estrategia empresarial y por proyecto, la reestructura de deuda o ambos?	Sí					
	4. ¿Se conocen las implicaciones sobre emisiones existentes y acciones por niveles de apalancamiento?	Sí					
	5. ¿Se delega al comité de financiamiento corporativo el diseño y análisis de la emisión?	Sí					
	6. ¿Se delega al comité de riesgos el análisis de los riesgos financieros de la emisión?	Sí					
	7. ¿Se delega al comité de auditoría la definición de reportes de control sobre la emisión?	Sí					
Estructura del Consejo de Administración	1. ¿Tiene el Consejo el tamaño adecuado según los estándares internacionales (5-15 miembros)?	Parcialmente, la Ley 964 indica 5-10 miembros y el Código País solo sugiere números impares	0,94	0,62	0,94	0,078	0,078
	2. ¿Tiene el Consejo un mínimo de 50% de consejeros externos?	Sí					
	3. ¿Más de la mitad de los consejeros externos son independientes?	Sí					
Papel del presidente del Consejo de Administración	1. ¿En la selección de algunos consejeros externos se prioriza su conocimiento de finanzas y particularmente de financiamiento corporativo?	Sí	0,57	0,00	0,57	0,24	0,19
	2. ¿Es el presidente del Consejo de Administración un consejero externo independiente?	Sí					
Papel y selección de consejeros ejecutivos o internos y de consejeros no ejecutivos o externos	1. ¿Tiene más del 50% de los consejeros conocimientos sólidos y actualizados de finanzas y financiamiento corporativo?	Sí	2,08	1,32	0,38	1,09	1,32
	¿Tiene más del 50% de los consejeros externos conocimientos sólidos y actualizados de finanzas y financiamiento corporativo?	Sí					
	2. ¿Existe un programa sistemático de capacitación para los consejeros?	Sí					
	3. ¿Cuentan con certificaciones en los temas financieros en que participan con poder de decisión?	Sí					
	4. ¿Se revisa periódicamente el desempeño de cada consejero externo?	Sí					
	5. ¿Señalan los consejeros externos cualquier conflicto de intereses en el proceso de emisión de bonos?	Sí					
	6. ¿Hay tres o más consejeros externos por cada interno?	Sí, la Ley 964 establece que los consejeros internos no pueden ser mayoría					
	7. ¿Es un comité de consejeros independientes el que escoge a los consejeros externos?	No, la Ley 964 art. 44 indica que solo puede hacerlo la asamblea de accionistas					
	8. ¿Firman los consejeros internos como responsables, legal y penalmente, de la información relevante en una emisión de bonos y sus implicaciones para la situación financiera de la empresa?	Sí, firma el representante legal					
	9. ¿Es el director de auditoría interna miembro del Consejo?	Sí					
10. ¿El director de auditoría interna reporta al Consejo o al comité de auditoría?	Sí						

(continúa)

Cuadro IV. 12 (conclusión)

Categorías	Estándares para bonos	¿Compatible con regulación colombiana?	Máximo posible (valor de referencia)	Resultados compañías colombianas			
				Mínimo	Máximo	Media	Mediana
Comité de auditoría	1. ¿El comité de auditoría es presidido por un consejero independiente?	Sí	1,89	1,13	1,51	1,42	1,51
	2. ¿El auditor externo es contratado por y reporta al comité de auditoría?	No, es elegido por asamblea de socios e indelegable según Código de Comercio art. 204					
	3. ¿El comité de auditoría aprueba el programa de auditoría externa e interna?	Sí					
	4. ¿Se cuenta con un sistema efectivo de información sobre financiamiento corporativo?	Sí					
	5. ¿Se cuenta con reportes periódicos sobre cumplimiento de las políticas de control interno del uso de recursos financieros de financiamiento?	Sí					
Comité de inversiones en activos financieros	1. ¿El comité de inversiones es presidido por un consejero independiente?	Sí, aunque este comité no se menciona en la regulación colombiana. A las instituciones financieras se les exige comité de gestión de activos y pasivos (GAP)	0,29	0,00	0,28	0,12	0,09
	2. ¿El presidente del comité de inversiones tiene experiencia probada en estrategias de inversión?						
	3. ¿La periodicidad del comité de inversiones es de al menos una sesión al mes?						
Comité de financiamiento corporativo	1. ¿El comité de financiamiento corporativo es presidido por un consejero independiente?	Sí, aunque este comité no se menciona en la regulación colombiana	1,51	0,00	0,00	0,00	0,00
	2. ¿El presidente del comité de financiamiento corporativo tiene experiencia probada en finanzas corporativas?						
	3. ¿Es el comité de financiamiento corporativo el que dictamina los requerimientos de financiamiento de la empresa y la forma de satisfacerlos?						
	4. ¿Es el comité de financiamiento corporativo el que selecciona a los intermediarios financieros para la colocación de los bonos emitidos por la empresa?						
Comité de riesgos	1. ¿El comité de riesgos es presidido por un consejero independiente?	Sí, aunque este comité no se menciona en la regulación colombiana	1,51	0,00	1,13	0,28	0,00
	2. ¿El presidente del comité de riesgos tiene experiencia y conocimiento probados en Administración integral de riesgos?						
	3. ¿Es el comité de riesgos el encargado de dictaminar los reportes sobre los riesgos financieros que enfrenta la empresa?						
	4. ¿Es el comité de riesgos el que presenta los riesgos de la emisión de bonos realizada por la empresa?						
TOTAL			10,0	3,08	6,10	4,82	5,05

## F. Conclusiones

El caso colombiano muestra que la profundización del mercado de capitales depende de una multiplicidad de factores y que para su desarrollo es necesaria una conjunción de regulación adecuada con factores micro y macroeconómicos. La reciente profundización del mercado colombiano de capitales, en lo que respecta a bonos corporativos, es significativa. El stock de este tipo de deuda aumentó de 3.400 millones de pesos colombianos en 2001 a casi 35.000 millones en 2010 (con una tasa de crecimiento anual compuesto (TCAC) de 29%). Este incremento se explica por los cambios en la regulación (Ley 964 de 2005), que dieron mayor seguridad a las emisiones, y también por los aumentos de la demanda de los llamados inversionistas institucionales. Lo anterior coincidió con una coyuntura en que las



bajas tasas de interés y la ampliación de los márgenes de intermediación del sistema financiero incentivaron el endeudamiento a largo plazo. Todo esto estuvo enmarcado en un ciclo de expansión de la economía local que favoreció la gestación de planes ambiciosos por parte de los emisores. Pese a una desaceleración de las colocaciones en el primer semestre de 2011, el avance de la última década indica que los bonos se están convirtiendo en una opción de financiamiento cada vez más atractiva para grandes y medianas empresas, con consecuencias positivas para la profundización del mercado local.

Pese a lo destacable de esta profundización reciente, el mercado colombiano está concentrado en bonos AAA y AA+ (a escala local) de grandes corporaciones, con una alta participación del sector financiero. Esta situación limita el acceso a este tipo de financiación —relativamente barata y a largo plazo— a las firmas de tamaño pequeño e incluso mediano-grande. Superar esta inconveniencia requiere romper un círculo vicioso en el que, primero, un proceso de auto selección en la oferta deja afuera a las firmas pequeñas y medianas, pues deben incurrir en costos relativamente más altos, cumplir los mismos requisitos de GC que las empresas de mayor tamaño y, sobre todo, arriesgarse a hacer una emisión que no se logre colocar. El círculo vicioso se cierra en el lado de la demanda, pues pese a que la normativa lo permite (art. 2.6.12.1.3, decreto 2555 de 2010), en las AFP se ha creado una “cultura” de invertir exclusivamente en títulos AAA y AA+, en tanto que los bonos de deuda pública TES tienen un efecto de desplazamiento (*crowding out*) que se manifiesta con particular fuerza en el caso de otras opciones de renta fija, como los bonos corporativos.

La regulación local en materia de GC, que ha pasado por tres etapas, en la actualidad está determinada por el Código de buenas prácticas corporativas o Código País, la aplicación de la encuesta anual Código País y las normas de la Ley 964. Estas últimas tienen un carácter “todo o nada”, lo que significa que todas las firmas emisoras de instrumentos en el mercado público quedan obligadas por la totalidad de la normativa (sin importar el instrumento), mientras que las firmas no emisoras no están sujetas a estas normas. Además, las calificadoras de riesgo son objeto de una regulación amplia, que incluye medidas para garantizar la existencia de un comité técnico procedente y una serie de normas especiales orientadas a evitar la práctica de buscar la mejor calificación para un instrumento (*rating shopping*).

Los casos analizados (Ecopetrol, Nutresa, Bancolombia y Colombina) muestran cuatro historias de empresas colombianas que han logrado altos estándares de GC y un apalancamiento exitoso sobre la base de bonos corporativos en los mercados local e internacional. En el caso de Ecopetrol resulta particularmente interesante la forma en que el accionista mayoritario (la Nación) otorga garantías extraordinarias de GC para favorecer la participación de otros accionistas en la compañía. Fue así como la empresa logró colocaciones de bonos corporativos a nivel local e internacional y de acciones en el mercado interno. La experiencia de Nutresa demuestra que un esquema sólido de GC, aun sin tener necesidad inmediata de financiamiento, permite en el largo plazo un acceso exitoso al mercado de capitales. Cabe destacar que esta empresa acogió desde 2001 las mejores prácticas de GC vigentes en la regulación colombiana, pero solo en 2009 decidió acudir al mercado de capitales. Por su parte, Colombina es la prueba de que una empresa familiar también puede adoptar altos estándares de GC y participar exitosamente en colocaciones de deuda. Además se muestra que los costos de entrar al mercado de capitales pueden verse rápidamente compensados. Por último, Bancolombia es el ejemplo de una empresa financiera que ha logrado realizar con éxito colocaciones de gran envergadura en los mercados nacional e internacional, consolidar una posición de liderazgo en el mercado local y financiar sosteniblemente su expansión internacional. Mediante este apalancamiento, Bancolombia ha logrado, además, suplir la falta de ahorro del mercado local y prestar a mayores plazos. Por otra parte, el mercado internacional ha reconocido la buena GC de la empresa, como lo refleja la sobredemanda de los títulos que ha emitido en la bolsa de Nueva York.

Los estándares del indicador propuesto para evaluar las empresas muestran que las cuatro estudiadas, aunque han sido exitosas y cumplen con la normativa local —y en algunos casos también con la estadounidense— están distantes de la VALOR de referencia (*benchmark*) de mejores prácticas propuesto, en especial en lo relativo a comités. Un aspecto que también se constató es que algunas de estas mejores prácticas están “sepultadas” en documentos o procedimientos internos, lo que dificulta su comprobación. Como se ha señalado, después de consultar a las firmas los indicadores mejoraron con respecto a los estimados sobre la base de una revisión de los códigos de buen gobierno. Esto indica que sería necesario facilitar y sistematizar el acceso a prácticas de GC que pudieran no estar especificadas en el código respectivo.

Como también se observa en los casos estudiados, las empresas que en Colombia han logrado utilizar los bonos como instrumento de financiamiento corporativo son de gran tamaño y su calificación de riesgo es AA+ o AAA. El reto para la regulación actual consiste en lograr que las empresas de menor tamaño puedan también acudir al mercado de capitales y que haya una mayor diversificación de los niveles de riesgo de los bonos, para así romper el círculo vicioso mencionado anteriormente. Por lo tanto, es necesario implementar regulación que permita esas mejoras, tanto en cuanto a la demanda como a la oferta. A este respecto, se consideran centrales tres aspectos. Primero, establecer niveles diferenciados de GC para emisores de bonos y de acciones. Segundo, crear un canal privado o semiprivado para inversionistas institucionales. Y tercero, dictar normas que permitan a las AFP diversificar más ampliamente sus instrumentos de renta fija y las incentiven a hacerlo. La primera medida puede contribuir a aminorar los costos que enfrenta un emisor pequeño que quizás solo quiera acceder al mercado de capitales vía bonos y no con acciones. La segunda ofrecería a los inversionistas institucionales (AFP, carteras colectivas, otros) la posibilidad de invertir en bonos corporativos a partir de un contacto directo con el emisor, que no involucrara el mercado público de valores, lo que evitaría, por ejemplo, la necesidad de la calificación de riesgo (recae sobre el inversionista institucional la carga de verificar el riesgo de su inversión). Finalmente, la tercera es clave para que haya una respuesta positiva de la demanda, pues sin esta son estériles los cambios en la oferta.



## **Anexos**

## **Anexo 1**

### **Detalle de movimientos en el listado de empresas que cotizan en la bolsa de valores de Colombia (BVC)**

#### **Salidas del listado:**

A partir de 2001 hubo salidas de firmas con baja capitalización bursátil que colapsaron después de la crisis financiera de finales de los años noventa. Además, hubo reestructuraciones de grupos empresariales, la más notable de las cuales se dio en el caso del grupo Santo Domingo que, a partir de 2002, siguió una política de desinversión en negocios no básicos (Gutiérrez y Pombo, 2009). Similarmente, el grupo empresarial antioqueño realizó consolidaciones de sus negocios en torno a compañías de cartera. Por ejemplo, la consolidación de Cementos Argos implicó la salida de ocho firmas cementeras de la BVC y la del grupo Nutresa determinó la salida de InverAlimenticias (Noel) del listado.

Por otra parte, se produjeron adquisiciones de firmas locales por grupos internacionales. En agosto de 2005 la firma Bavaria, uno de los ejes principales del mercado bursátil, fue adquirida y fusionada en el grupo Sab-Miller, lo que significó su salida del listado en 2006. Ese mismo año, con la adquisición de la compañía tabacalera Coltabaco por parte de la multinacional Philip Morris también esta firma salió del mercado local. En 2002 y 2005 ocurrieron situaciones similares debido a la adquisición del grupo local de cementos Diamante por parte de CEMEX y de la acería nacional DIACO por el grupo brasileño Gerdau (Gutiérrez y Pombo, 2009).

#### **Entradas al listado:**

En los últimos 10 años se registraron nuevas ofertas públicas iniciales (IPO). La primera de estas fue la emisión de acciones con dividendo preferencial de Interconexión Eléctrica S.A. (ISA) en el año 2002 (130.000 millones de pesos colombianos); más tarde, en julio de 2007 la Empresa Colombiana de Petróleos (Ecopetrol) adjudicó el 10% de la propiedad de la empresa a 520.000 colombianos (5.700.000 millones de pesos). Posteriormente, en 2009 y gracias a las reformas introducidas en virtud de la Ley 1328 de ese año, la petrolera canadiense Pacific Rubiales se convirtió en la primera empresa extranjera listada en la BVC (cotizando simultáneamente en la bolsa de Toronto). El siguiente año, el 2010, estuvo marcado por nuevas y exitosas ofertas iniciales que incluyeron el conglomerado financiero Davivienda (416.000 millones de pesos) y el grupo de construcción e infraestructura Concreto (95.000 millones de pesos). Por otra parte, la petrolera canadiense Canacol Energy entró a listarse en la BVC. Estas emisiones se caracterizaron por altas valoraciones iniciales y una significativa sobredemanda.

Tras estos resultados positivos, en el primer semestre de 2011 hubo nuevos movimientos entre los que figuraron las emisiones iniciales de acciones preferenciales del conglomerado financiero Grupo Aval (2.080.000 millones de pesos colombianos) y de la sociedad de cartera de aerolíneas Avianca-Taca (500.000 millones de pesos). Si bien ambas emisiones tuvieron sobredemanda en el mercado, sus valoraciones a corto plazo fueron más discretas que las observadas en 2010. En el segundo semestre de 2011 se registró una nueva emisión de acciones del grupo de alimentos Nutresa (522.500 millones de pesos, con una sobredemanda récord de 17 veces), y se espera una nueva democratización accionaria de Ecopetrol.

## Anexo 2

### CUADRO IV.A-1 MATRIZ DE BONOS DE DEUDA CORPORATIVA EMITIDOS EN EL MERCADO LOCAL SEGÚN RIESGO, 2006-2010

(En millones de pesos colombianos y porcentajes)

Año	Calificación AAA			Calificación AA+			Calificación AA o inferior			TOTAL	
	Número emisiones	Monto colocado	Porcentaje total colocado	Número emisiones	Monto colocado	Porcentaje total colocado	Número emisiones	Monto colocado	Porcentaje total colocado	Total emisiones	Total colocado
2006	16	1 906 084	77,0	10	552 532	22,3	1	18 000	0,7	27	2 476 616
2007	30	1 764 569	89,5	6	196 691	10,0	1	10 000	0,5	37	1 971 260
2008	6	612 493	53,2	8	537 982	46,8	0	n d	0,0	14	1 150 474
2009	19	1 663 327	66,7	12	831 887	33,3	0	n d	0,0	31	2 495 214
2010	62	5 843 782	73,0	29	2 161 748	27,0	0	n d	0,0	91	8 005 530
TOTAL	133	11 790 254	73,2	65	4 280 840	26,6	2	28 000	0,2	200	16 099 094

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

## Anexo 3

**CUADRO IV.A-2**  
**EMISIONES REALIZADAS POR LOS GRUPOS NUTRESA Y COLOMBINA, 2000-2010**

	NUTRESA		COLOMBINA	
	COBFCHO00019		COD48CBBO015	COD48CBBO015
Clase	Bonos ordinarios		Bonos ordinarios	Bonos ordinarios
Moneda	Pesos colombianos		Pesos colombianos	Pesos colombianos
Mercado	Colombia		Colombia	Colombia
Fecha emisión	14 de agosto de 2009		6 de marzo de 2007	6 de marzo de 2007
Plazo en años	5		10	10
Monto colocación	500 000 000 000		50 000 000 000	50 000 000 000
Demanda	1 488 344 000 000		92 150 000 000	92 150 000 000
Calificación local	AAA		AA+	AA+
Calificación absoluta	n.d.		n.d.	n.d.
Calificador	Fitch Ratings Colombia		Fitch Ratings Colombia	Fitch Ratings Colombia

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

**CUADRO IV.A-3**  
**EMISIONES REALIZADAS POR ECOPEPETROL, 2000-2010**

	COEH8631986	COEH9645423	COEH9997683	COEI6151738
Clase	Bonos rescatables	Bonos rescatables	Bonos a vencimiento	Bonos de deuda interna
Moneda	Dólares	Dólares	Pesos colombianos	Pesos colombianos
Mercado	Estados Unidos	Estados Unidos		Colombia
Fecha emisión	16 de julio de 2009	3 de septiembre de 2009	1 de octubre de 2009	26 de noviembre de 2010
Plazo en años	10	10	5	5,7,10,30
Monto colocación				1 000 000 000 000
Demanda				
Calificación local	n.d.	n.d.		AAA
Calificación absoluta	BB+, BAA2, BBB-	BB+, BAA2, BBB-		N/A
Calificador	Fitch, Moody's, S&P	Fitch, Moody's, S&P		Fitch

Fuente: Bloomberg Colombia Ltda., Superintendencia Financiera de Colombia y Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

**CUADRO IV.A-4  
EMISIONES REALIZADAS POR BANCOLOMBIA, 2000-2010**

		BANCOLOMBIA							
		COB07CBBO015	COEG4680419	COB07CBBO023	COB07CBBO031	COB07CBBO049	COB07CBBO065	COB07CBBO057	COE15304114
Clase		Bonos ordinarios	Bonos a vencimiento	Bonos ordinarios	Bonos ordinarios	Bonos ordinarios subordinados	Bonos ordinarios	Bonos ordinarios	Bonos ordinarios (rescatables)
Moneda		Pesos colombianos	Dólares	Pesos colombianos	Pesos colombianos	Pesos colombianos	Pesos colombianos	Dólares	Dólares
Mercado		Colombia	Estados Unidos	Colombia	Colombia	Colombia	Colombia	Estados Unidos	Estados Unidos
Fecha emisión		2 de septiembre de 2004	21 de mayo de 2007	26 de septiembre de 2007	19 de agosto de 2008	27 de febrero de 2009	6 de julio de 2009	23 de junio de 2010	5 de enero de 2011
Plazo en años		5	10	1,5	1,5, 3, 10	10	3	10	5
Monto colocación		\$ 400 000 000 000		\$ 400 000 000 000	\$ 600 000 000 000	\$ 400 000 000 000	\$ 500 000 000 000	\$ 2 000 000 000 000	1 000 000 000 dólares
Demanda				\$ 1 642 057 000 000	\$ 1 642 057 000 000	\$ 575 407 000 000	\$ 1 172 089 000 000		2 679 000 000 dólares
Calificación local		AAA	n.d.	AAA	AAA	AA+	AAA	n.d.	n.d.
Calificación absoluta		N/A	BB+, BAA3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	BB+, BAA3	BBB-, BAA3
Calificador		Duff & Phelps de Colombia	Fitch, Moody's	Duff & Phelps de Colombia	Duff & Phelps de Colombia	Duff & Phelps de Colombia	Duff & Phelps de Colombia	Fitch, Moody's	Fitch, Moody's

Fuente: Bloomberg Colombia Ltda., Superintendencia Financiera de Colombia y Bolsa de Valores de Colombia (BVC).



## Anexo 4

### Entrevistas realizadas

Nombre	Empresa/Organización	Cargo/Área	Fecha
Jairo González	Grupo Nutresa	Vicepresidente Secretario General	10 de junio y 26 de agosto de 2011
Laura Jaramillo	Grupo Nutresa	Asistente legal	10 de junio y 26 de agosto de 2011
Claudia Margarita Vergara	Ecopetrol	Líder Gobierno Corporativo	24 de junio de 2011
Margarita Obregón	Ecopetrol	Secretario General	24 de junio de 2011
Mauricio Rosillo	Grupo Bancolombia	Vicepresidente Secretario General	18 de agosto de 2011
Elizabeth Prada	Grupo Bancolombia	Jefe Jurídica Asuntos Institucionales	18 y 29 de agosto de 2011
Hernán Darío Mejía	Colombina	Vicepresidente Jurídico	8 de septiembre de 2011
María Paula Moreno	Fitch Ratings Colombia	Directora Finanzas Estructuradas y Proyectos de Infraestructura	7 de junio de 2011
María Carolina Barón	BRC Investor Services (Calificadora de riesgo)	Directora Asociada	29 de junio de 2011
María Carolina Pacheco	Bolsa de Valores de Colombia	Directora de Colombia Capital	31 de mayo de 2011
Carlos Angulo	Estrategias corporativas (Banca de inversión)	Socio	23 de junio de 2011
Clemente del Valle	Banco Mundial	Experto líder en mercado de capitales	21 de junio de 2011
Ana Cecilia Quintero	Superintendencia Financiera	Director de Gobierno Corporativo Delegatura para Riesgos de Conglomerados y Gobierno Corporativo	17 de junio de 2011
Andrea Ramírez	Superintendencia Financiera	Directora de acceso a mercado / Delegatura para Emisores, Portafolios de Inversión y otros agentes	6 de julio de 2011

## Abreviaturas y siglas

ADRs - American Depository Receipt  
AFP - Administradora Privada de Fondos de Pensiones  
AL - América Latina  
ANDI - Asociación Nacional de Industriales o Asociación Nacional de Empresarios de Colombia  
ANH - Agencia Nacional de Hidrocarburos  
ANIF - Asociación Nacional de Instituciones Financieras  
BIC - Banco Industrial Colombiano  
BRC - Banco de la República de Colombia  
BVC - Bolsa de Valores de Colombia  
CEPAL - Comisión Económica para América Latina y el Caribe  
DANE - Departamento Administrativo Nacional de Estadística  
Ecopetrol - Empresa Colombiana de Petróleos  
EE. UU. - Estados Unidos  
GC - Gobernanza Corporativa (Gobierno Corporativo en Colombia)  
IFC - International Finance Corporation  
IPO (OPIA) - Initial Public Offerings (Ofertas Públicas Iniciales)  
ISA - Interconexión Eléctrica S.A.  
JD - Junta Directiva  
Knoc - Korea National Oil Corporation  
MILA - Mercado Integrado Latinoamericano  
OCDE - Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico  
OCENSA - Oleoducto Central S.A.  
OPV - Oferta Pública de Venta  
PIB - Producto Interno Bruto  
RNAMV - Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores  
RNVE - Registro Nacional de Valores y Emisores  
RVNE - Registro Nacional de Valores  
TCAC - Tax Credit Allocation Committee  
TES - Títulos de Tesorería

## Bibliografía

- Aguilar, C., Cárdenas, M., Meléndez, M., & Salazar, N. (2007). The Development of Colombian Bond Market. In Fedesarrollo (Ed.), (pp. 2-45). Bogotá.
- Altunbas, Y., Kara, A., & Marques-Ibanez, D. (2009). Large Debt Financing: Syndicated Loans versus Corporate Bonds. *SSRN eLibrary*.
- América Economía. (2010). Los 25 mejores bancos de América Latina y los 250 mayores de la región. *Revista América Economía*.
- Bancolombia. (2008). Código de Buen Gobierno, extraído el 1 de junio de 2011 de <http://www.grupobancolombia.com/contenidoCentralizado/informacionEmpresarial/relacionInversionistas/gobiernoCorporativo/codigoBuenGobierno/documentos/CodigoBuenGobiernoJunio2008.pdf>
- Bancolombia. (2011). Historia Bancolombia, extraído el 3 de junio de 2011 de <http://www.grupobancolombia.com/webCorporativa/nosotros/contenido/historia2.asp>
- Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2002). Corporate Governance and Control, extraído de <http://www.nber.org/papers/w9371>
- Bolsa de Valores de Colombia. (2011). Mercado Integrado Latinoamericano inicia operaciones el 30 de mayo, extraído el 14 de abril de 2011 de <http://www.mercadointegrado.com/news/mercado-integrado-latinoamericano-inicia-operacion/>
- Borensztein, E., Levy Yeyati, E., & Panizza, U. (2007). *Informe Progreso Económico y Social 2007-Vivir con Deuda: Cómo contener los riesgos del endeudamiento público*. Washington: BID.
- BRC Investor Services. (2007). Costos de emisión de títulos valores en Colombia, extraído el 20 de junio de 2011 de <http://brc.com.co/notasyanalis/Costos%20Emision%20Títulos%20Valores%20Colombia.pdf>
- BRC Investor Services. (s.f.). Resumen metodología de calificación de clientes corporativos, extraído el 25 de junio de 2011 de [http://www.brc.com.co/archivos/3\\_Tipos\\_Metodologias\\_calificacion/3\\_3\\_Metodologias\\_calificaciones/3\\_3\\_3\\_sector\\_corporativo/3\\_3\\_3\\_1\\_emisor\\_corpor/METODOLOGIA%20CLIENTES%20CORPORATIVOS%20WEB.pdf](http://www.brc.com.co/archivos/3_Tipos_Metodologias_calificacion/3_3_Metodologias_calificaciones/3_3_3_sector_corporativo/3_3_3_1_emisor_corpor/METODOLOGIA%20CLIENTES%20CORPORATIVOS%20WEB.pdf)
- Camargo Gantiva, A. (2011). Atractiva emisión de bonos de Bancolombia. *Saladeinversión.com*. Extraído el 3 de junio de 2011 de <http://www.saladeinversion.com/noticias/attractiva-emision-bonos-bancolombia-cfds-acciones-bolsa-adrs-nyse/>
- Citibank. (2011). Integrated Latin American Market: MILA's Long-Term Potential. In L. A. E. Strategy (Ed.), (Vol. 16 June).

- Clavijo, S. (Writer). (2003). Política monetaria y cambiaria en Colombia: Progresos y desafíos (1991-2002), *Borradores de Economía*: Banco de la República.
- Clavijo, S., González, A., & Castro, M. J. (2009). Desarrollo del mercado de valores: ¿en qué estamos? *Enfoque Mercado de Capitales No.30*, extraído el 3 de junio de 2011 de <http://www.deceval.com/InstructivosBoletines/Enfoque%2030.pdf>
- Clavijo, S., González, A., & Vera, A. (2010). Sobre la renta fija corporativa en Colombia. *Enfoque Mercado de Capitales No. 41*, extraído de <http://www.deceval.com/InstructivosBoletines/Enfoque41-10.pdf>
- Clavijo, S., González, A., & Vera, A. (2011). El mercado bursátil colombiano: profundidad y nuevos emisores. *Enfoque Mercado de Capitales No. 51*, extraído el 3 de junio de 2011 de <http://www.deceval.com/InstructivosBoletines/Enfoque51-11.pdf>
- Clavijo, S., & Verdugo, G. (2010). Mercado de capitales y alternativas de financiamiento en Colombia. *ANIF y Correval*, extraído el 16 de junio de 2011 de [http://anif.co/sites/default/files/uploads/Correval-2010\\_5.pdf](http://anif.co/sites/default/files/uploads/Correval-2010_5.pdf)
- Colombia Capital BVC. (2010a). Estudio de caso Bancolombia *Casos de éxito Colombia Capital*.
- Colombia Capital BVC. (2010b). Estudio de caso Colombina *Casos de éxito Colombia Capital*.
- Colombia Capital BVC. (2010c). Estudio de caso Ecopetrol *Casos de éxito Colombia Capital*.
- Colombina. (2010). Código de Buen Gobierno, extraído el 20 de agosto de 2011 de [http://www.colombina.com/file/Inversionista/Codigo\\_Gobierno\\_Corporativo.pdf](http://www.colombina.com/file/Inversionista/Codigo_Gobierno_Corporativo.pdf)
- Colombina. (2011 ). Historia de Colombina, extraído el 17 de agosto de 2011 de <http://www.colombina.com/interna.php?ids=13>
- Corbo, V., & Schmidt-Hebbel, K. (2003). Efectos Macroeconómicos de la Reforma de Pensiones en Chile, extraído el 25 de Octubre de 2011 de [http://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db\\_name=lasm2003&paper\\_id=250](http://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=lasm2003&paper_id=250)
- de la Torre, A., Gozzi, J. C., & L. Schmukler, S. (2006). Capital Market Development: Whither Latin America? Extraído el 3 de junio de 2011 de [http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/Schmukler\\_CapitalMarketDevptWhitherLatinAmerica.pdf](http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/Schmukler_CapitalMarketDevptWhitherLatinAmerica.pdf)
- Dinero. (2002). El Cambio de Noel. *Revista Dinero*, extraído el 12 de junio de 2011 de [http://www.dinero.com/negocios/cambio-noel\\_1143.aspx](http://www.dinero.com/negocios/cambio-noel_1143.aspx)
- Dinero. (2009). Acciones del Grupo Nacional de Chocolates se podrán comprar en EE.UU., *Revista Dinero*, extraído de [http://www.dinero.com/wf\\_ImprimirArticulo.aspx?IdRef=66534&IdTab=1](http://www.dinero.com/wf_ImprimirArticulo.aspx?IdRef=66534&IdTab=1)
- Dinero. (2011). El último grito. *Revista Dinero*, extraído el 1 de junio de 2011 de [http://www.dinero.com/edicion-impres/negocios/ultimo-grito\\_84069.aspx](http://www.dinero.com/edicion-impres/negocios/ultimo-grito_84069.aspx)
- E-Bursátil. (2011). Grupo Nacional de Chocolates reafirma emisión de acciones, extraído el 3 de junio de 2011 de <http://www.e-bursatil.com.co/noticias/noticia.php?id=24977>
- Ecopetrol. (2010). Código de Buen Gobierno, extraído el 2 de junio de 2011 de [http://www.ecopetrol.com.co/documentos/40371\\_C%C3%B3digo\\_de\\_Buen\\_Gobierno\\_-\\_aprobado\\_09-07-10.pdf](http://www.ecopetrol.com.co/documentos/40371_C%C3%B3digo_de_Buen_Gobierno_-_aprobado_09-07-10.pdf)
- Ecopetrol. (2011). Historia Ecopetrol, extraído el 3 de junio de 2011 de <http://www.ecopetrol.com.co/contenido.aspx?catID=32&conID=36271>
- Fitch. (2010). Metodología maestra a nivel global de calificación de empresa no financieras
- González, J. (2011). Vicepresidente Secretario General Grupo Nutresa (Entrevista hecha por los autores, 10 de junio de 2011).
- Gregório, D. (2009). Arregace as Mangas. *Capital Aberto*, 6, 28-32.
- Gutiérrez, L. H., & Pombo, C. (2009). Mercados de capitales y gobernanza corporativa en Colombia. In G. Núñez, A. Oneto & G. M. D. Paula (Eds.), *Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina* (pp. 227-280). Colombia: Mayol.
- Hale, G., & Santos, J. A. (2008). The decision to first enter the public bond market: The role of firm reputation, funding choices, and bank relationships. *Journal of Banking and Finance*, 32 (4).
- Hanson, T. (2008). Profundización financiera en Colombia: ¿Cuáles son las prioridades?, extraído de <http://www.compitem.com.co/spccompitem/resources/getresource.aspx?ID=694>

- HelmTrust. (2010). Informe de representación legal de Tenedores de Bonos *Colombina S.A.- Emisión 2006*.
- Hernández, L., & Parro, F. (2004). Sistema financiero y crecimiento económico en Chile. *Banco Central de Chile Documentos de Trabajo*, 291, 1-34. Extraído de <http://www.bcentral.cl/eng/studies/working-papers/pdf/dtbc291.pdf>
- Hoovers. (2011, 3 de junio de 2011). Ecopetrol S.A.
- IFC. (2005). Corporate Governance. Washington DC.
- Investor Relations Colombia. ((s.f)). El mercado de valores en Colombia, extraído el 14 de abril de 2011 de [http://www.irc.gov.co/irc/es/mercadovalorescolombiano/Mercado%20en%20Colombia%20Ene11\\_0.pdf](http://www.irc.gov.co/irc/es/mercadovalorescolombiano/Mercado%20en%20Colombia%20Ene11_0.pdf)
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106.
- LaNota.com. (2011). Ranking 2010 chocolates y confitería de Colombia, extraído el 17 de Agosto de 2011 de <http://lanota.com/index.php/CONFIDENCIASRanking-2010-chocolates-y-confiteria-de-Colombia.html>
- Leal, R. P. C. (2004). Governance Practices and Corporate Value: A Recent Literature Survey. *Revista de Administração da USP (Rausp)*, 39, 327-337.
- Ley 222 de 1995. (1995). Ley 222 de 1995, República de Colombia, extraído el 10 de mayo de 2011 de [http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley/1995/ley\\_0222\\_1995.html](http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley/1995/ley_0222_1995.html)
- Ley 446 de 1998. (1998). Ley 446 de 1998, República de Colombia, extraído el 10 de mayo de 2011 de [http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley/1998/ley\\_0446\\_1998.html](http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley/1998/ley_0446_1998.html)
- Ley 964 de 2005. (2005). Ley 964 de 2005, República de Colombia, extraído el 10 de mayo de 2011 de [http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley/2005/ley\\_0964\\_2005.html](http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley/2005/ley_0964_2005.html)
- Londoño, C. F., & Acosta, N. E. (2004). Grupo empresarial antioqueño 1978-2002: Análisis del modelo empresarial. *Revista Escuela de Ingeniería de Antioquia* (2 de agosto de 2004), p. 41-52.
- Malaquias, R. F. (2008). *Disclosure de instrumentos financeiros segundo as normas internacionais de contabilidade: evidências empíricas de empresas brasileiras*. Posgrado en Administración, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia.
- Mejía, H. D. (2011). Vicepresidente Jurídico Colombina S.A. (Entrevista hecha por los autores, 8 de septiembre de 2011).
- Mendes De Paula, G. (2009). Gobernanza corporativa, mercados de capitales e inversiones extranjeras. En G. Núñez, A. Oneto & G. Mendes De Paula (Eds.), *Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina* (pp. 9-32). Bogotá, Colombia: CEPAL & Mayol.
- Mendes De Paula, G., & Stanley, L. E. (2006). Gobernabilidad corporativa en América Latina: estructura patrimonial, prácticas y políticas públicas. En J. C. Ferraz, G. Núñez & G. Mendes De Paula (Eds.), *Gobernabilidad corporativa, responsabilidad social y estrategias empresariales en América Latina* (pp. 77-128). Santiago y Bogotá: CEPAL & Mayol.
- Núñez, G., Oneto, A., & Mendes De Paula, G. (2009). *Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina*. Colombia: CAF-CEPAL Mayol.
- Nutresa. (s.f.). Código de Buen Gobierno, extraído el 12 de junio de 2011 de <http://www.gruponutresa.com/sites/default/files/CodigoBuenGobierno.pdf>
- Obregón, M. (2011). Secretaria General Ecopetrol (Entrevista hecha por los autores, 24 de junio de 2011).
- Ocampo, J. A. (2007). La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana. *Revista de la CEPAL*, 7-29.
- OCDE. (2003). *White Paper on Corporate Governance in Latin America*. París: OCDE.
- OCDE. (2004). *Principles of Corporate Governance*. París: OCDE.
- Oman, C. P. (2001). *Corporate Governance and National Development*. París: OCDE.
- Parra, J., & Chamorro, V. (2009). BURKENROAD REPORTS: ECOPETROL: Universidad ICESI.

- Portafolio. (2011a). Bancolombia emitió bonos por un billón de dólares. *Diario Portafolio*, extraído el 3 de junio de 2011 de <http://www.portafolio.co/negocios/bancolombia-emitio-bonos-un-billon-dolares>
- Portafolio. (2011b). Colombia negoció US\$1,05 millones en el primer mes de operaciones del Mila. *Diario Portafolio*, extraído el 2 de julio de 2011 de [http://www.larepublica.co/archivos/FINANZAS/2011-06-30/colombia-negocio-us105-millones-en-el-primer-mes-de-operaciones-del-mila\\_132069.php](http://www.larepublica.co/archivos/FINANZAS/2011-06-30/colombia-negocio-us105-millones-en-el-primer-mes-de-operaciones-del-mila_132069.php)
- Portafolio. (2011c). En 2011, emisiones de deuda han disminuido 69,5%. *Diario Portafolio*, extraído el 20 de junio de 2011 de [http://www.larepublica.co/archivos/FINANZAS/2011-05-04/en-2011-emisiones-de-deuda-han-disminuido-695\\_127666.php](http://www.larepublica.co/archivos/FINANZAS/2011-05-04/en-2011-emisiones-de-deuda-han-disminuido-695_127666.php)
- Rodríguez Hernández, R. (2005). Colocar menos cartera e invertir en Tes: ¿Una decisión óptima?. Análisis de las inversiones en la banca colombiana,1991-2003. *Documento CEDE*(2005-1).
- Rosillo, M. (2011). VicePresidente Secretario General Grupo Bancolombia (Entrevista hecha por los autores, 18 de agosto de 2011).
- Salmasi, S. (2007). Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil. São Paulo: Universidade de São Paulo.
- Sandoval, C. A., Campos, A., & Malagón, D. (2007). Bonos corporativos: Un mercado que requiere impulso. *La semana económica*.
- Superintendencia de Pensiones Chile. (2010). Fondos de pensiones y sus efectos sobre mercados conexos. In S. Berstein Jáuregui (Ed.), *El sistema Chileno de Pensiones* (pp. 190-206). Santiago, Chile: Superintendencia de Pensiones.
- Superintendencia de Valores. (2001). Resolución 275 de 2001, extraído de <http://www.superfinanciera.gov.co/boletin/re027501.htm>
- Superintendencia Financiera. (2006). Resolución 2167 de 2006, extraído el 5 de junio de 2011 de <http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/PrincipalesPublicaciones/boletinej/boletin0607/sociedadescaliftemascons.html>
- Superintendencia Financiera. (2007). Circular 055 de 2007, extraído de [http://www.superfinanciera.gov.co/NormativaFinanciera/Archivos/ce055\\_07.rtf](http://www.superfinanciera.gov.co/NormativaFinanciera/Archivos/ce055_07.rtf)
- Superintendencia Financiera. (2008). Concepto 2008067787-001 del 27 de octubre de 2008, extraído el 10 de junio de 2011 de <http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/Conceptos2008/2008067787.pdf>
- Superintendencia Financiera. (2010). Resultados Encuesta Código País 2009, extraído el 20 de mayo de 2011 de <http://www.superfinanciera.gov.co/Codigopais/informe2009.pdf>
- Superintendencia Financiera. (2011). Circular 007 de 2011, extraído de [http://www.superfinanciera.gov.co/NormativaFinanciera/Archivos/ce007\\_11.doc](http://www.superfinanciera.gov.co/NormativaFinanciera/Archivos/ce007_11.doc)



## **V. Gobernanza corporativa en México y determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda**

*Pedro Espinosa Langle<sup>1</sup>*

### **A. Introducción**

La crisis financiera iniciada en septiembre de 2008 tuvo implicaciones significativas en el sector real. Particularmente, provocó que empresas con altos niveles de apalancamiento, carteras de proyectos de alto riesgo y poco diversificadas, o ambos, entraran en bancarrota o en problemas de pago del servicio de su deuda.

La crisis se originó a causa de una política monetaria relajada por parte de las autoridades financieras estadounidenses después de la crisis de 2001, que más tarde se difundió masivamente a los sistemas financieros de los Estados Unidos y Europa mediante la titularización de los créditos de baja calidad, en un contexto de regulación financiera deficiente por parte de las autoridades correspondientes.

En esta crisis, tal como se señala en el segundo capítulo de esta publicación, hubo causantes directos e indirectos, pero a nivel empresarial la máxima responsabilidad recayó en los órganos de gobernanza corporativa, puesto que es en ellos que los accionistas delegan las decisiones más relevantes del accionar de las empresas: la estrategia de negocios, los proyectos de inversión que de ella se derivan y especialmente su financiamiento, menester de la selección del equipo directivo que implementa tales acciones.

---

<sup>1</sup> El autor agradece el apoyo de Gerardo Zamudio Ríos, Lic. en Informática y MBA-ITAM, en la generación de información y documentos de análisis. Asimismo, agradece los comentarios de Horacio Sapriza, analista económico de la Global Monetary and Sovereign Markets section, Division of International Finance del Federal Reserve, y de los otros participantes del taller de expertos celebrado en Ciudad de México en septiembre de 2011. Los errores y omisiones son de exclusiva responsabilidad del autor.



Por otra parte, una buena GC en las empresas es la principal garantía que tiene un inversionista (accionista) o un acreedor de que los recursos que proveen se invertirán adecuadamente. Por ello, el costo del capital es menor para las empresas más institucionales, que suelen ser las que cuentan con estructuras de gobernanza más robustas.

Es importante resaltar que la crisis financiera afectó significativamente a la economía estadounidense y, dada la alta dependencia de las exportaciones respecto del desempeño del sector industrial de ese país, la economía mexicana resintió aun con mayor intensidad los efectos de la disminución de su actividad. En 2009, registró una contracción superior al 6% del PIB y niveles muy altos de desempleo y subempleo.

A nivel sectorial, la actividad de construcción prácticamente se paralizó, mientras que la solvencia crediticia afectó con intensidad a las sociedades financieras enfocadas de manera exclusiva en otorgar crédito sin posibilidades de generar depósitos (Sofoles). Metrofinanciera, Hipotecaria Su Casita y Crédito Real tuvieron que enfrentar una situación importante de reestructura financiera, concurso mercantil, o ambos. Otro grupo de empresas muy afectadas fueron aquellas apalancadas en dólares o las que utilizaron los productos derivados con fines especulativos más que como cobertura.

En este contexto, adquirió especial importancia el problema de agencia entre acreedores y accionistas. Esto mediante el incentivo a utilizar recursos para proyectos de inversión de alto riesgo cuyo rendimiento es capitalizado por el accionista, mientras que el riesgo se trasfiere al acreedor, o bien estimulando el reparto de dividendos cuando la empresa se encuentra en situación crítica, lo que afecta a los acreedores.

Es así que la GC juega un rol primordial en este potencial conflicto de interés, pues en la medida en que a través de ella se consiga armonizar los intereses de cada grupo interesado (*stakeholder*) en el desempeño de la empresa, particularmente el de los acreedores, esta será más rentable y autosustentable. Los consejeros deben ser electos con criterios orientados a limitar o impedir que aparezcan conflictos de interés de esta naturaleza.

En México, el mercado de deuda ha mostrado un crecimiento sostenido, adquiriendo cada vez mayor importancia dentro del mercado de capitales y la forma en que las empresas financian sus proyectos de inversión. La emisión de deuda en una empresa debe realizarse con un criterio estricto en cuanto al rol de los distintos órganos de GC. En el segundo capítulo del presente compendio se propone un índice (*score*) en ese sentido, mientras que en los estudios de caso de los siguientes capítulos se manifiesta en qué medida el no cumplimiento de un nivel adecuado del indicador implicó o no problemas en la situación financiera de las empresas consideradas.

El presente documento consta de nueve apartados, además de esta introducción. En el segundo se describe el mercado de deuda en México, su tamaño, los principales instrumentos del mercado de capitales, los principales emisores y calificaciones. El uso del financiamiento vía bonos se intensificó a partir del surgimiento de los certificados bursátiles en 2001 y en los últimos años han adquirido especial importancia para los grandes corporativos, aunque no así para las empresas medianas.

En el tercer apartado se analiza la importancia de la GC en la solución del problema de agencia entre accionistas y acreedores. Se examinan las principales características del marco normativo actual sobre principios de GC en México, tanto desde el punto de vista legal con la Ley del Mercado de valores y la legislación específica para las entidades del sistema financiero, como del sector empresarial mediante las propuestas del Código de Mejores Prácticas Corporativas cuya última actualización se dio en 2010. Se presenta una evaluación de los estándares sugeridos en el segundo capítulo del presente compendio con referencia a estos documentos, así como las cifras al respecto del estudio reciente de Price Waterhouse Coopers (julio de 2011).

Los apartados cuarto al séptimo están dedicados a los estudios de caso, dos empresas que resintieron fuertemente los efectos de la crisis financiera: Cementos Mexicanos (CEMEX) y Controladora Comercial Mexicana (COMERCI), la primera con una significativa reestructuración financiera y la segunda con un problema de insolvencia que la llevó a concurso mercantil. Además, se

analiza el caso del grupo financiero Banorte, que no obstante encontrarse en un sector económico que de inmediato se vio afectado por la recesión económica, pudo sortear exitosamente sus consecuencias y tuvo la oportunidad de avanzar mediante la fusión con otras empresas (grupo financiero IXE) y de mejorar sus estándares de gobierno corporativo. Finalmente, está el caso de Petróleos Mexicanos (PEMEX), la empresa paraestatal más importante de México y que en 2008 experimentó una reforma tendiente, entre otros aspectos, a fortalecer su GC.

En el octavo apartado se calcula el índice de GC para la emisión de bonos, construido en el segundo capítulo de esta publicación, para cada una de las empresas mexicanas analizadas.

En el noveno apartado se presentan algunas reflexiones finales producto de la aplicación del indicador a las empresas seleccionadas, así como sobre planteamientos más generales del trabajo.

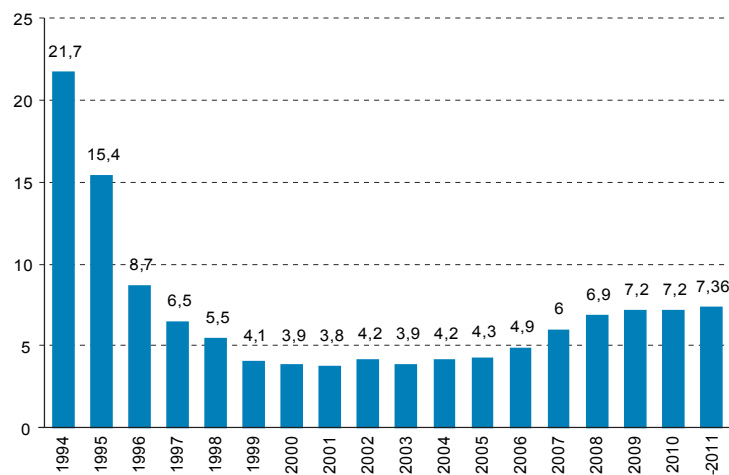
## B. El mercado de deuda en México

### 1. Evolución reciente

El análisis del segmento de deuda a largo plazo en México debe ponerse en el contexto de la evolución del mercado de fondos prestables de los últimos años.

A raíz de la crisis económica de 1994, el sistema bancario redujo marcadamente su oferta de crédito para las empresas. En el gráfico V.1 podemos ver la evolución del crédito bancario a las empresas como proporción del PIB, con un ajuste significativo en el período 1995-2000. La recuperación posterior ha sido sumamente moderada, de manera que a fines de 2010 representaba solo la tercera parte del monto registrado en 1994.

**GRÁFICO V.1**  
**MÉXICO: CRÉDITO A LAS EMPRESAS COMO PROPORCIÓN DEL PIB**  
(En porcentajes)

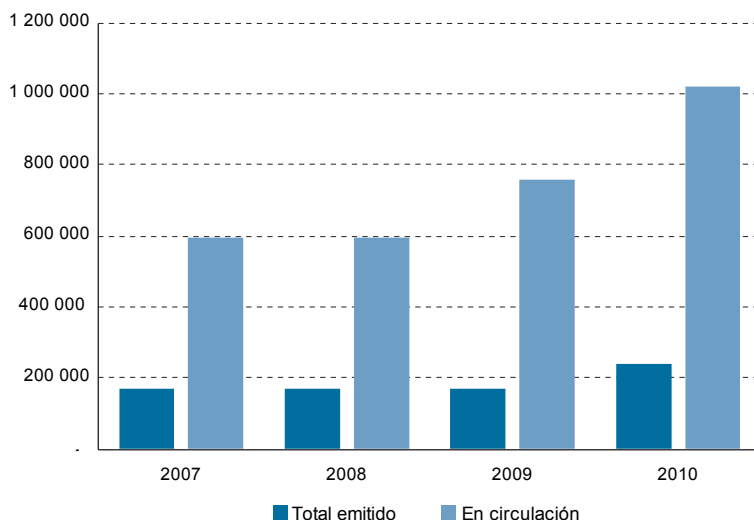


Fuente: Banco de México.

Con el ajuste del crédito a las empresas, la vía de financiamiento más común en los siguientes diez años fue la de proveedores. Sin embargo, a mediados de la década pasada comenzó a intensificarse el uso de la emisión de bonos, aunque durante 2008 se dio una pausa lógica a causa de la crisis financiera (véase el gráfico V.2)<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> El tipo de cambio (pesos por dólar estadounidense) de fines del período correspondiente a los años 2007 a 2010 fue de 10,90; 13,84; 13,08 y 12,34 pesos, respectivamente.

**GRÁFICO V.2**  
**MÉXICO: MONTO EN CIRCULACIÓN DE DEUDA PRIVADA A LARGO PLAZO**  
*(En millones de pesos)*

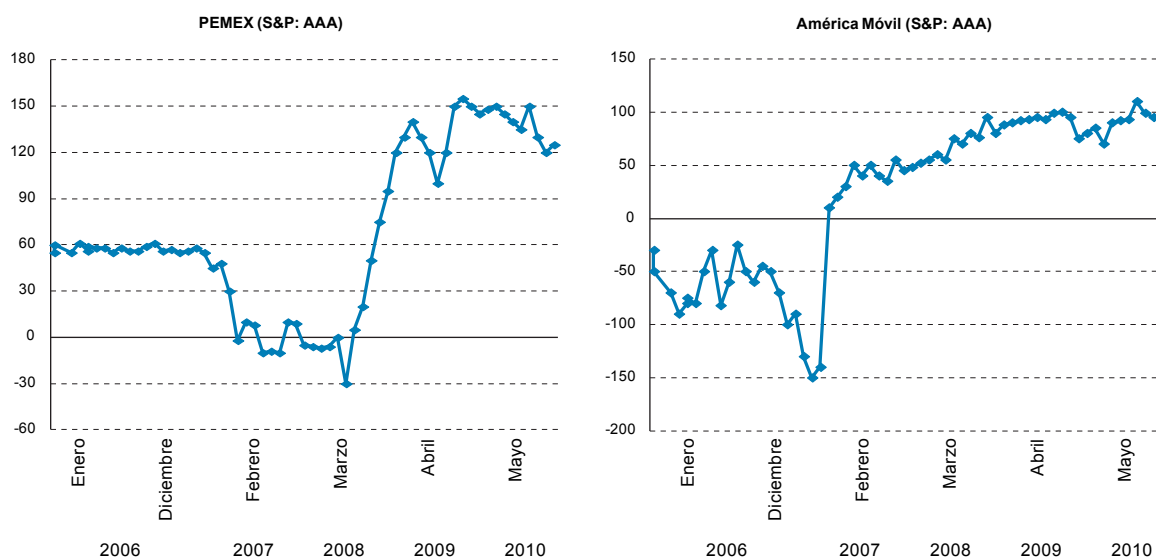


Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de la Bolsa Mexicana de Valores y el Banco de México.

La crisis financiera de 2008 implicó un crecimiento importante de los diferenciales (*spreads*), tanto en los papeles de empresas paraestatales como de corporativos AAA. En el gráfico V.3 se muestra el caso de la principal empresa paraestatal de México (PEMEX) y del corporativo con más representatividad en el índice de precios y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores (IPC), América Móvil.

Lo relevante es que después del aumento los diferenciales se han mantenido en alrededor de 100 puntos base para las empresas con grado de inversión superior a los bonos soberanos, lo que implica un encarecimiento significativo del costo del capital aun para este segmento de empresas.

**GRÁFICO V.3**  
**MÉXICO: EVOLUCIÓN DE LOS DIFERENCIALES, 2006-2010**



Fuente: Banco de México.

## 2. Dimensión y características del mercado de deuda actual

La estructura de capital de una empresa se compone, básicamente, de deuda y acciones. La deuda a largo plazo y las acciones conforman el mercado de capitales, mientras que los bonos corporativos a corto plazo y los bonos gubernamentales conforman el mercado de dinero (véase el cuadro V.1).

**CUADRO V.1**  
**MÉXICO: MERCADOS FINANCIEROS**

Mercado de dinero	Mercado de capitales
Papeles privados con vencimiento a un plazo inferior a 360 días	Instrumentos de deuda privados con vencimiento superior a un año
Privados:	Privados:
a) Papel comercial	a) Obligaciones
b) Certificado bursátil (corto plazo)	b) Certificados de participación (CPO)
Bancarios:	– Ordinarios
a) Aceptación bancaria	– Inmobiliarios
b) Pagaré con rendimiento liquidable al vencimiento (PRLV)	c) Certificados bursátiles a largo plazo (CB)
	d) Pagaré a mediano plazo
	e) Bonos respaldados por hipotecas (RMBS)
	Bancarios:
	a) Bonos bancarios
	b) Obligaciones
	c) Certificados de participación
Papel gubernamental independiente del plazo a que se emita	Papeles de empresas paraestatales (CEMEX, CFE) y organismos descentralizados (FOVISSTE, INFONAVIT)
	Acciones

Fuente: Elaboración propia.

Tras la crisis de 1994, la estabilidad macroeconómica posterior permitió que el mercado de deuda evolucionara tanto en materia de instrumentos como de plazos. La pauta, como es natural, comenzó en los papeles gubernamentales, con opciones de tasa real (Udibonos), tasa variable a largo plazo (Bonos IPAB y Bondes), tasa fija a largo plazo (bonos M) y eurobonos (UMS).

Ante este escenario, los bonos privados tuvieron un repunte tanto en el mercado nacional como en el externo para los principales corporativos, sobre todo con el surgimiento de los certificados bursátiles en 2001. No obstante, las medianas y pequeñas empresas siguieron enfrentando importantes problemas en términos de disponibilidad de financiamiento por esta vía para sus proyectos de inversión. Esto podría constituir una siguiente etapa de reformas al mercado de capitales, que permitiría disminuir el costo de capital para las empresas de menor tamaño.

En el cuadro V.2 (cifras al cierre de 2010) se muestra el tamaño de los mercados financieros, donde se constata el porcentaje importante que sigue representando el mercado de dinero en el mercado de deuda (84%) y el campo de oportunidades que ello implica para el mercado de deuda a largo plazo, que en comparación con el mercado accionario representa solo el 17%.

Hasta antes de 2001, los bonos a largo plazo eran fundamentalmente obligaciones. A partir de ese año empezaron a emitirse los denominados certificados bursátiles (CB) bajo la supervisión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), que en la actualidad representan casi un 13% del mercado de deuda total y un 76% del mercado de deuda a largo plazo.

Entre las ventajas de los CB se cuentan su flexibilidad operativa y su amplia utilización en esquemas de estructuras financieras.

**CUADRO V.2**  
**MÉXICO: TAMAÑO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS**  
*(En miles de millones de pesos)*

Mercado de dinero	Monto	Participación (En porcentajes)	Mercado de capitales	Monto	Participación (En porcentajes)
Deuda gubernamental	3 779,70	72,29	CB a largo plazo corporativos <sup>a</sup>	322,20	6,16
CBa corporativos a corto plazo <sup>a</sup>	31,00	0,59	CB a largo plazo estados y municipios <sup>a</sup>	56,10	1,07
CB bancarios <sup>a</sup>	327,10	6,26	CB a largo plazo paraestatales <sup>a</sup>	261,60	5,00
Pagarés bancarios corto plazo	113,40	2,17	RMBSb privados <sup>b</sup>	57,70	1,10
Aceptaciones bancarias	130,50	2,50	RMBS paraestatales y organismos <sup>b</sup>	77,10	1,47
Certificados de depósito	0,80	0,02	Obligaciones	40,90	0,78
Subtotal	4 382,50	83,82	CPOc <sup>c</sup>	7,60	0,15
			Bonos bancarios de desarrollo	20,9	0,40
			Pagarés bancarios a largo plazo	1,5	0,03
			Subtotal	845,70	16,18
			TOTAL MERCADO DE DEUDA	5 228,10	100,00
			Mercado accionario	4 250,00	
			TOTAL CAPITALES	5 095,70	

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información de la Bolsa Mexicana de Valores y el Banco Nacional de México.

<sup>a</sup> Certificados bursátiles.

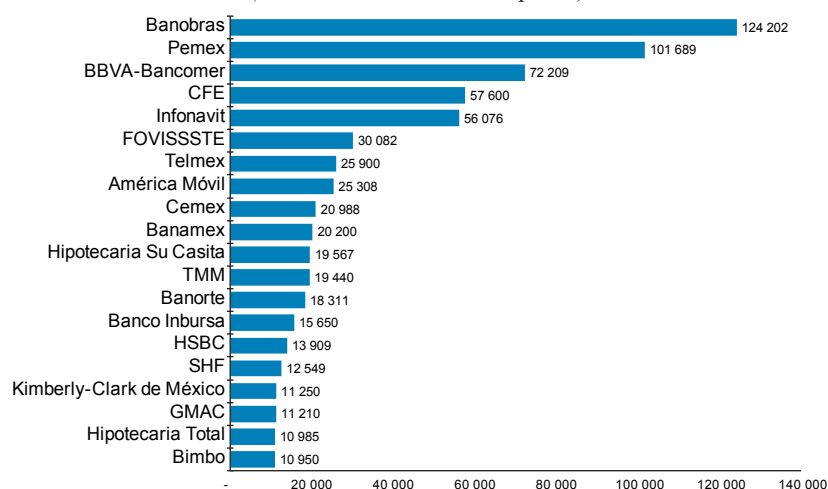
<sup>b</sup> Certificados bursátiles respaldados por créditos hipotecarios residenciales.

<sup>c</sup> Certificados de participación ordinaria.

En materia de flexibilidad, su colocación puede ejercerse en una o varias emisiones y las empresas pueden definir las características (monto, condiciones de pago, tasa, plazo de vigencia) de cada emisión. Por otra parte, los CB permiten diseñar esquemas de financiamiento para la titularización de activos no productivos (por ejemplo, cuentas por cobrar). Sus emisores pueden ser sociedades anónimas, entidades paraestatales, entidades federativas y municipios y su garantía, desde quirografía hasta fiduciaria.

En México, las empresas paraestatales y los organismos descentralizados (INFONAVIT, FONACOT y FOVISSSTE) se consideran emisores corporativos. De hecho, estos organismos y los bancos de desarrollo como el Banco Nacional de Obras y Servicios (BANOBRAS) son los principales emisores de deuda corporativa, con un 44% del total emitido (véase el gráfico V.4). Esto implica que el mercado corporativo estrictamente privado es todavía mucho menor de lo que representan las cifras antes citadas (476.000 millones de pesos).

**GRÁFICO V.4**  
**MÉXICO: PRINCIPALES EMISORES DE BONOS, 2010**  
*(En miles de millones de pesos)*

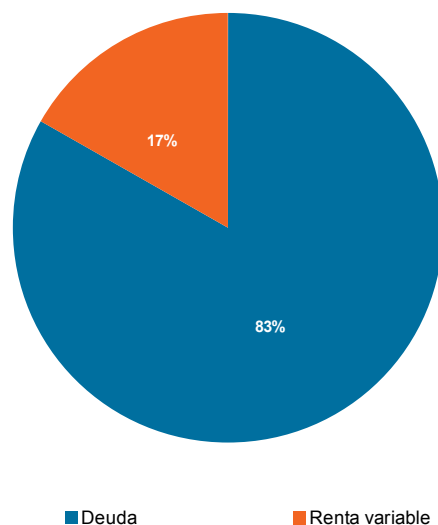


Fuente: Banco Nacional de México.

Al considerar la demanda de instrumentos de deuda, los principales compradores son inversionistas institucionales como fondos mutuos (sociedades de inversión) y fondos de pensiones (AFORE), con un 67% del total (566.000 millones de pesos).

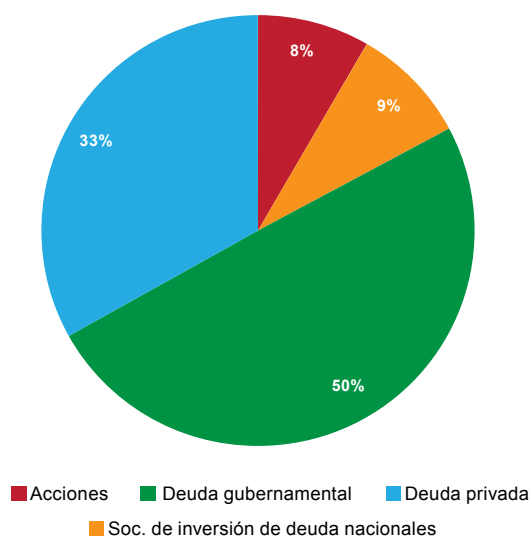
Las sociedades de inversión tienen alrededor de 1.254 millones de pesos, un 83% de los cuales se dirige a instrumentos de deuda (véase el gráfico V.5) y un 33% representa compras de papeles corporativos (véase el gráfico V.6).

**GRÁFICO V.5**  
**MÉXICO: ACTIVOS NETOS DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN, 2010**



Fuente: Bolsa Mexicana de Valores y Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles.

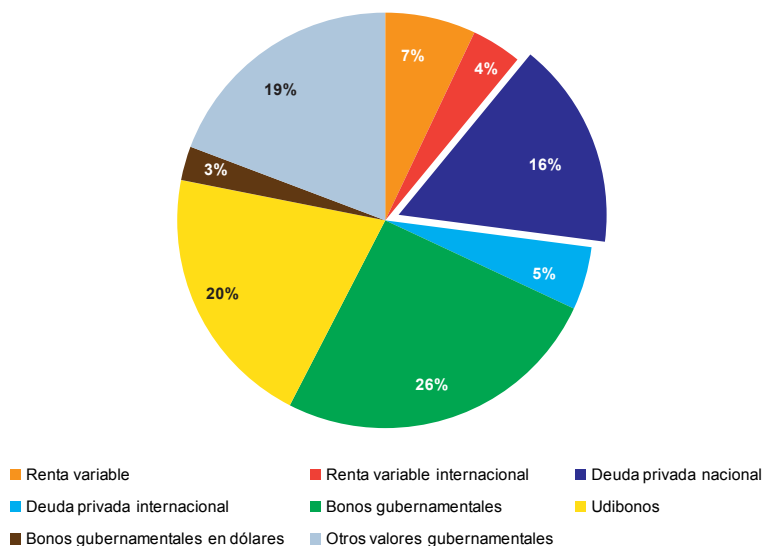
**GRÁFICO V.6**  
**MÉXICO: INSTRUMENTOS EN CARTERA DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN, 2010**



Fuente: Bolsa Mexicana de Valores y Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles.

Las Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORE) comenzaron a operar en septiembre de 1996 y se encargan del manejo de las pensiones mediante aportaciones obligatorias, en sustitución del sistema de reparto que existía anteriormente. Al cierre de 2010 disponían de 1.374 millones de pesos, de los cuales solo un 16% correspondía a bonos corporativos nacionales (véase el gráfico V.7).

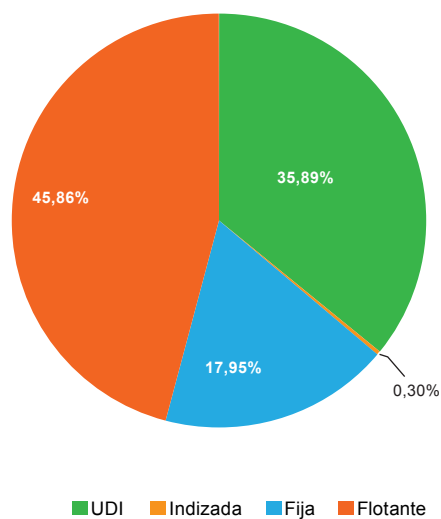
**GRÁFICO V.7**  
**MÉXICO: TENENCIA DE LAS AFORE SEGÚN INSTRUMENTOS DE DEUDA, 2010**



Fuente: Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CON SAR).

El hecho de que los inversionistas institucionales sean los principales compradores de deuda corporativa, y que el horizonte de inversión a largo plazo tenga como objetivo la preservación del capital invertido en términos reales, se refleja en la inversión según estructura de tasas en papeles de tasa real (en unidades de inversión o UDI), que representan el 36% del total, y de tasas revisables, que corresponden al 46% (véase el gráfico V.8).

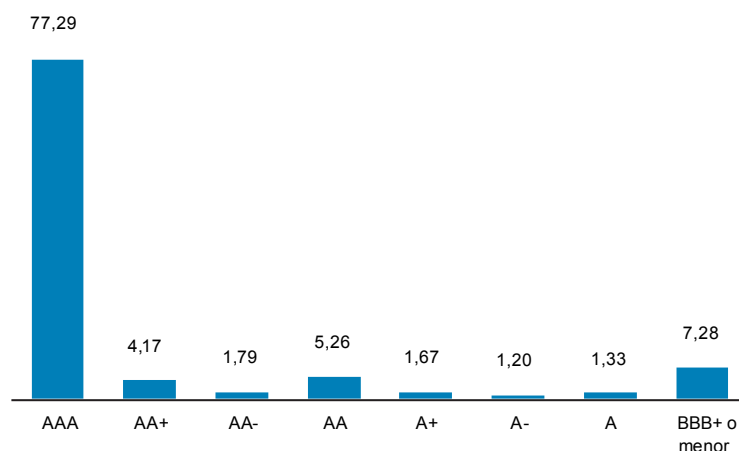
**GRÁFICO V.8**  
**MÉXICO: MONTO DE DEUDA EN CIRCULACIÓN SEGÚN TIPO DE TASA, 2010**



Fuente: Bolsa Mexicana de Valores y Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles.

La exigencia de calificación por parte de los inversionistas después de la crisis financiera de 2008 se refleja en la calificación de la deuda corporativa al cierre de 2010: un 73% de la deuda privada en circulación era AAA (véase el gráfico V.9).

**GRÁFICO V.9**  
**MÉXICO: MONTO DE DEUDA EN CIRCULACIÓN SEGÚN CALIFICACIÓN, 2010**  
(En porcentajes)



Fuente: Banco Nacional de México.

Es importante señalar que la calificación de las emisoras se realiza generalmente por alguna de las agencias internacionales como S&P, Moody's o Fitch, aunque en México existe una agencia calificadora nacional, HR Ratings.

En los meses previos a la crisis de septiembre de 2008, las calificadoras consideraban como AAA a los corporativos que después entraron en graves problemas financieros. Es el caso de Comercial Mexicana, una de las empresas cuyo desempeño será analizado en el quinto apartado del presente capítulo.

Por otra parte, las empresas continúan recurriendo a la calificación, pues las autoridades de la CNBV la exigen como requisito en la oferta pública de bonos. Para ello, sin embargo, es muy importante fortalecer las exigencias de cumplimiento de filtros sin conflictos de interés de las instancias de GC. No obstante, cualquier estándar —como los que se proponen en el segundo capítulo de este compendio— que no vaya acompañado de medidas específicas para hacerlo cumplir, más allá de informarlo textualmente, no tendrá la relevancia deseada.

## C. La gobernanza corporativa en México

### 1. El problema de agencia con los acreedores y la importancia del gobierno corporativo

Según la OCDE (2004), el término gobernanza corporativa hace referencia a la forma en que las empresas son dirigidas y controladas. En su sentido más amplio comprende diferentes aspectos de las relaciones entre los distintos agentes que intervienen en el accionar de una empresa, cómo se vinculan, cómo se respetan sus derechos, cómo se determina entre ellos la estructura de poder de la corporación y cómo se norma su comportamiento (Mendes de Paula, 2009). En una visión más pragmática, “la gobernanza corporativa es la defensa de los derechos de propiedad de quienes no son los administradores o controladores de las empresas” (Mendes de Paula, 2009).



Si trasladamos este último enfoque a la relación entre proveedores de recursos financieros y administradores de las empresas, la GC define la forma de garantizar rentabilidad y dividendos (a los accionistas) y pago de capital e intereses (a los acreedores).

El tratamiento tanto teórico como empírico de este aspecto de la GC se ha centrado especialmente en el “problema de agencia” (de conflicto de intereses) entre accionistas y administradores y entre accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios (Jensen y Meckling, 1976).

Sin embargo, a raíz de la crisis financiera iniciada en 2008, se reveló con intensidad el “problema de agencia” entre acreedores y accionistas, esto es, el incentivo que tenían estos últimos a utilizar recursos ajenos para llevar a cabo proyectos de inversión en un contexto de alto riesgo para las empresas, incrementando la probabilidad de no poder hacer frente a los compromisos con los acreedores en el tiempo y la forma acordados al negociar con ellos la aportación de los recursos.

Cuando una firma emite deuda surge un conflicto de interés entre los accionistas y los acreedores que se manifiesta en la toma de decisiones e involucra adoptar estrategias egoístas (*selfish*) que se traducen en alternativas de inversión de menor costo para los accionistas en caso de fracaso, pero mayor riesgo para los tenedores de bonos. Existen varias situaciones que ejemplifican este conflicto de interés, que se magnifica cuando ocurre una potencial quiebra financiera (Haugen y Senbet, 1988).

Una de ellas es que los accionistas tengan el incentivo a adoptar proyectos de inversión más riesgosos, aunque su valor presente sea inferior, con el propósito de capitalizar una ganancia de mayor valor para ellos en un entorno económico de auge o, ante una posible quiebra, pagar solo parte de los fondos previstos a los acreedores.

Otra estrategia “egoísta” por parte de los accionistas, que implica una expropiación de valor para los acreedores, es el incentivo a pagar dividendos en un contexto de quiebra financiera, dejando menos recursos para los tenedores de bonos.

Dado el carácter de su actividad principal, los efectos de la insolvencia a largo plazo después de la crisis financiera de 2008 adquirieron especial relevancia en las firmas del sector financiero. Pero también, y por cierto con menor apoyo gubernamental, las empresas comerciales e industriales resintieron los efectos de la crisis en sus flujos de efectivo y la posibilidad de cumplir con sus compromisos financieros en créditos directos, la amortización y pago de intereses de los bonos que habían emitido, o ambos.

En México, como se verá más adelante en los casos analizados de algunas empresas, se presentaron situaciones donde el sobre apalancamiento se convirtió en la causa principal de su quiebra o de la necesidad de realizar una reestructuración financiera profunda. Sin embargo, otras empresas mostraron mayor fortaleza organizacional y terminaron presentando un crecimiento operativo y orgánico, a pesar de los tiempos difíciles que tuvieron que enfrentar.

La prudencia en el manejo del apalancamiento, el uso adecuado de los productos derivados para reducir o acotar los riesgos de tipo de cambio o tasa de interés y, sobre todo, la elaboración de un plan de negocios consistente y bien estructurado son aspectos que en mayor o menor medida tienen que ver con los órganos de GC y su conformación de acuerdo con estándares estrictos como los planteados en el segundo capítulo de esta publicación.

## 2. Marco legal y gobernanza corporativa en México

La evolución de la GC en México se aborda exhaustivamente en varios artículos recientes (Viscencio, 2009). A continuación se hace una reseña de los puntos principales que caracterizan el marco legal y normativo actual.

- i) El fortalecimiento de la GC en México se ha dado por la vertiente legal. La Ley del Mercado de Valores (LMV) incorporó en su adecuación de 2006 (la última versión corresponde a mayo de 2009) varias de las propuestas del Código de Mejores Prácticas Corporativas

(CMPC) emitido por el Consejo Coordinador Empresarial (CCE) en 1999 y revisado en 2006 (la última revisión se efectuó en 2010).

- ii) Los principales documentos normativos en que se definen los principios de GC en México son el Código de Comercio, La Ley General de Sociedades Mercantiles (LGSM), La Ley del Mercado de Valores y la Ley de Concursos Mercantiles.
- iii) Para las empresas del sector financiero, a la legislación básica se añaden las siguientes: Ley de instituciones de crédito, Ley para regular las agrupaciones financieras, Ley de organizaciones y actividades auxiliares del crédito, Ley federal de instituciones de fianzas, Ley general de instituciones y sociedades mutualistas de seguros, Ley de sociedades de inversión y Ley de los sistemas de ahorro para el retiro (SAR).
- iv) Las sociedades son enmarcadas en grupos específicos para definir la normatividad que se les aplica. Las sociedades anónimas (SA) y de responsabilidad limitada (SRL) son regidas por la LGSM, cuya última modificación se dio en 1992.
- v) La LMV define dos tipos de sociedades adicionales cuya principal diferencia es la exigencia de características determinadas de GC: sociedad anónima promotora de inversión (SAPI) y sociedad anónima bursátil (SAB).
- vi) A las entidades financieras se les aplican requerimientos particulares de GC según su propia legislación y, en lo que no se especifique, de la LMV cuando son empresas públicas y de la LGSM cuando no lo son.
- vii) Las SAB son las empresas públicas a las cuales se les exige la estructura más completa de GC: un Consejo de hasta 21 consejeros, en que al menos un 25% de ellos sea independiente, un comité de Prácticas Societarias formado y presidido por consejeros independientes y un comité de Auditoría.
- viii) El CMPC no es obligatorio, pero como se mencionó, ha sido el referente para las adecuaciones de la LMV sobre gobernanza corporativa. En su última edición de 2010 se estructuraron las recomendaciones en 51 prácticas, siguiendo el formato del documento de la OCDE (2004). En esta versión se agregaron las siguientes recomendaciones: no involucrar al CA en las actividades diarias de la empresa, requisitos adicionales para garantizar la independencia de los consejeros, tener un plan formal de sucesión, contar con un plan estratégico acorde con el presupuesto anual y, finalmente, debido a los efectos de la crisis financiera de 2008 en algunas empresas mexicanas y a la importancia para la permanencia de la sociedad, identificar, administrar, controlar y revelar los riesgos a que ella está sujeta.
- ix) Finalmente, para las empresas mexicanas que cotizan en el mercado accionario de los Estados Unidos por medio de ADR aplica la normatividad al respecto de la Ley Sarbanes-Oxley (SOX) de 2002, aprobada a raíz de los problemas presentados por algunos corporativos importantes (Enron, Worldcom y otros) para proteger a los inversionistas de los “abusos corporativos”. Los puntos principales del documento son los siguientes:
  - Prohíbe préstamos personales de la compañía a sus directivos.
  - La sección 404 (2004) requiere que el reporte anual de la compañía sea calificado por la estructura de control interno y por el auditor interno.
  - Los directivos deben revisar y firmar los reportes anuales y declarar explícitamente que no contienen información falsa u omisiones significativas, que los estados financieros reflejan adecuadamente los resultados financieros de la compañía y que son responsables de todos los controles internos.
  - El reporte anual debe listar cualquier deficiencia en los controles internos.

En esencia, la SOX responsabiliza a la administración de la compañía de la exactitud de los estados financieros que se presenten.

### 3. Estándares de gobernanza corporativa en México

Dado que en el segundo capítulo del presente compendio se describen los estándares de GC respecto del Consejo de Administración (CA) y sus comités corporativos, a continuación se hará una breve descripción del grado de cumplimiento de ellos de acuerdo con la legislación nacional y el CMPC en México.

Además, se presentan los resultados de la Encuesta de Gobierno Corporativo de México (EGCM) realizada por Price Waterhouse Coopers en julio de 2011, que se basó en una encuesta a accionistas, consejeros y directivos de 72 empresas, de las cuales un 23% eran públicas (es decir, cotizan en el mercado de valores) y un 21% del sector financiero.

En las empresas mexicanas prevalece la estructura de capital concentrada en pocos accionistas y de naturaleza familiar (Viscencio 2009). Ello ha implicado que en la normatividad y las recomendaciones del CMPC se genere un sesgo a tomar en cuenta, recomendando con matices ciertas prácticas que en otra realidad empresarial serían más estrictas.

#### a) Papel del Consejo de Administración

- i) El Consejo de Administración debe establecer los mecanismos que le aseguren información oportuna y confiable sobre todas las actividades de inversión en activos financieros y no financieros y de financiamiento que realice la empresa en su función de definir su estrategia general
- ii) El CA solo podrá delegar responsabilidades y funciones en sus comités corporativos

En la bibliografía sobre GC se define como una de las funciones más importantes del CA establecer la estrategia de la empresa.

La LMV, en su artículo 28, define en primer término que una de las funciones del CA es determinar las estrategias generales de la empresa. En el artículo 41 se establece que la vigilancia de la sociedad estará a cargo del CA con apoyo de dos comités, el de Prácticas Societarias y el de Auditoría, así como del auditor externo.

Para las entidades del sector financiero, la legislación correspondiente establece algunos comités adicionales. Por ejemplo, en las instituciones de crédito se proponen el Comité de Comunicación y control (lavado de dinero) y el comité integral de Riesgos, y en las Administradoras de Fondos para el Retiro y las aseguradoras, un comité de Riesgos.

El CMPC, en su práctica 7, recomienda que el CA debe definir la visión estratégica de la sociedad y en la práctica 15 sugiere que el CA sea apoyado en sus funciones por tres comités: Auditoría, Compensación y Finanzas y planeación.

La EGCM reveló que del total de empresas encuestadas, el 94% cuenta con un CA, el 80% reconoce como una de las funciones críticas de este definir la visión estratégica de la empresa, el 75% tiene comités de Auditoría, Administración de riesgos y Cumplimiento y el 57% cuenta con comités enfocados en funciones relacionadas con Prácticas Societarias, Finanzas y planeación, o ambos.

**b) Estructura del Consejo de Administración**

- iii) El tamaño adecuado del CA debe ser tal que permita que los consejeros se conozcan y generen contribuciones y toma de decisiones ágiles y efectivas. Tendrá entre cinco y 15 consejeros, de los cuales más de la mitad deben ser externos, y de estos, más del 50% independiente

En el artículo 24, la LMV establece el requisito de un máximo de 25 consejeros, de los cuales al menos un 25% debe ser independiente. Al describir en su artículo 26 los requisitos de independencia, se infiere que al ser independientes son también externos, pues no deben trabajar en la empresa ni tener vínculos económicos o de consanguinidad con sus principales directivos y empleados o las personas vinculadas a su accionar.

La Ley de instituciones de crédito establece que el número de consejeros debe estar en un rango de cinco a 15 miembros. En el caso de las AFORE, la Ley del SAR dispone un mínimo de cinco consejeros, de los cuales al menos dos serán independientes y, si el número de consejeros es mayor, la proporción de independientes debe mantenerse.

Por su parte, el CMPC recomienda en su práctica 9 que el CA esté integrado por entre tres y 15 consejeros, y en su práctica 12, que los consejeros independientes representen al menos un 25% del total. También en el concepto de independencia se infiere que deben ser externos.

En la EGCM se encontró que, del total de empresas encuestadas, el tamaño medio del CA era de 9,5 miembros con un 33% de ellos independientes.

**c) Papel del Presidente del Consejo de Administración**

- iv) El Presidente del Consejo de Administración deberá ser un consejero externo independiente

Dado el carácter familiar de las empresas en México, este requisito no se exige ni se propone como práctica en la normativa del CMPC, sin duda un sesgo “conveniente” para la cultura empresarial característica del país.

De hecho, la EGCM que hemos estado mencionando reveló que en el 42% de las empresas de la muestra el presidente del CA es el mismo que el director general. Según el tipo de empresa, esto es más común en las empresas públicas, sobre todo aquellas que también cotizan en el extranjero (60%).

**d) Selección de consejeros**

- v) Los consejeros internos y externos deberán ser seleccionados sobre la base del valor que pueden aportar al CA

La LMV establece, en su artículo 26, que los consejeros independientes deben seleccionarse de acuerdo con su experiencia, capacidad y prestigio profesional en el campo de operaciones de la empresa.

Para ser consejero independiente en las entidades financieras se requiere tener prestigio en materia financiera, económica o jurídica, y en el caso de las AFORE, en seguridad social. Además, debe acreditarse solvencia moral y capacidad técnica y administrativa

El CMPC, en su práctica 14, sugiere que en el informe anual al CA se señale la categoría que tiene cada consejero y se mencionen las actividades profesionales de cada uno de ellos.

Nuevamente, el carácter familiar de las empresas en México provoca un sesgo en este estándar. Según la EGCM, en un 60,7% de las empresas encuestadas los directores generales son accionistas relevantes o sus hijos. Por otra parte, solo un 57,7% de las empresas del estudio reportó contar con una definición exhaustiva del perfil de los consejeros.

- vi) Los consejeros deberán mantenerse actualizados sobre las necesidades de la empresa y de sus empleados

La LMV no hace mención explícita de este estándar, aunque debido a sus funciones los consejeros deben involucrarse en los temas estratégicos de la empresa.

El CMPC, en su práctica 19, recomienda que los consejeros tengan acceso a la información que sea relevante cuando menos cinco días hábiles antes de la reunión. En su práctica 20, sugiere que cuando los consejeros sean nombrados por primera vez se les proporcione la información necesaria para que estén al tanto de los asuntos de la sociedad. Finalmente, en su práctica 22, recomienda que los consejeros propietarios se mantengan informados sobre los asuntos tratados en las sesiones del CA a que asistan.

En este aspecto, tal parece que el avance tecnológico ha permitido satisfacer de manera eficiente la necesidad de información, pues la EGCM reveló que un 85,4% de las empresas encuestadas cuenta con un sistema integrado de información confiable.

#### **e) Consejeros externos**

- vii) Los consejeros externos deberán transparentar ante el CA cualquier conflicto de interés relacionado con la empresa del que tengan conocimiento

En el artículo 26, la LMV establece que los consejeros que tengan tal característica pueden desempeñar sus funciones libres de conflictos de interés y sin estar supeditados a intereses personales, patrimoniales o económicos.

El CMPC, en su práctica 22, recomienda entre los deberes fiduciarios de los consejeros comunicar al CA cualquier situación en la que exista o pueda derivarse un conflicto de interés, absteniéndose de participar en la deliberación correspondiente.

Por su parte, la EGCM reveló que solo un 58,5% de las empresas encuestadas manifestó que los miembros del CA emiten o firman anualmente una carta en que se reconocen los posibles conflictos de interés o, en su caso, la ausencia de ellos.

- viii) El número de consejeros externos independientes deberá ser igual o superior al del resto de los consejeros

La LMV, en sus artículos 24 y 26, describe el número de consejeros independientes y los requisitos para calificar como tales. Establece que al menos el 25% debe ser independiente. En las entidades financieras, la proporción de consejeros independientes es del 40%.

En su práctica 12, el CMPC recomienda que los consejeros independientes representen al menos un 25% del total de consejeros.

De acuerdo con la EGCM, el promedio de consejeros independientes de las empresas encuestadas fue del 33%, aunque solo el 59,2% entrega a la Asamblea de Accionistas una manifestación firmada sobre el cumplimiento del requisito de independencia. No obstante, en las entidades del sistema financiero la cifra aumenta al 85,7%.

#### **f) Consejeros internos**

- ix) Los consejeros internos deberán firmar certificados que los responsabilicen legal y penalmente de la información que generen y difundan, así como de la omisión de divulgar información al CA

La LMV, en su artículo 31, establece que la información que sea presentada al CA por parte

de los directivos relevantes y demás empleados de la sociedad deberá ir suscrita por las personas responsables de su contenido y elaboración. Obviamente, algunos de los consejeros internos serán directivos relevantes de la sociedad, por lo que el estándar se cumple en este sentido.

En cuanto a su responsabilidad legal, en el artículo 32 se establece la falta de deber de diligencia de los consejeros, que implica —en el artículo 33— la responsabilidad de indemnización de conformidad con lo establecido en los estatutos sociales o por acuerdo de la Asamblea General de Accionistas. Además, en los artículos 34 a 36 se enumeran las razones de deslealtad en que pueden incurrir los consejeros, y en el artículo 37 se establece la responsabilidad de indemnizar los daños y perjuicios ocasionados por este motivo y la posible remoción del cargo de quienes cometieron la falta.

El CMPC, en su práctica 28, recomienda que la información financiera que revise el Comité de Auditoría deben firmarla el director general y el director responsable de su elaboración. Sin embargo, no se menciona la responsabilidad legal o penal de los consejeros, pues el Código no es una ley.

- x) El director de Auditoría deberá ser miembro del CA y reportar directamente a este o al comité de Auditoría.

No hay referencia explícita a este estándar en la LMV ni en el CMPC. Sin embargo, en las AFORE el contralor normativo es miembro del CA, con voz pero sin voto.

#### **g) Comité de Auditoría**

- xi) El Comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en control interno
- xii) El auditor externo deberá ser contratado por el Comité y reportar directamente ante este
- xiii) El Comité deberá aprobar los programas de auditoría externa e interna
- xiv) El Comité es responsable de asegurar que se tenga un sistema de información efectivo, especialmente sobre aspectos financieros y control de riesgos
- xv) El Comité de Auditoría deberá elaborar informes periódicos para el director general y el CA sobre el cumplimiento o violación de las políticas de control interno

En el artículo 25 de la LMV se ordena que el Comité de Auditoría sea integrado exclusivamente por consejeros independientes, de manera que la presidencia estará a cargo de uno de ellos. En el artículo 42 se establecen como actividades del Comité evaluar el desempeño del auditor externo e interno, informar al CA de la situación que guardan el sistema de control interno y de auditoría interna e investigar posibles incumplimientos de los que tenga conocimiento sobre ambos.

El CMPC, en su práctica 15, reconoce que de acuerdo con las mejores prácticas corporativas es recomendable que el Comité esté integrado únicamente por consejeros independientes. Sin embargo, condiciona su aplicación dependiendo de la etapa en que se encuentre la sociedad, de manera que si consideramos que una empresa pública se encuentra en la etapa de GC más robusta, la recomendación es aplicable a estas empresas. En su práctica 23, sugiere que el Comité proponga al CA y a los candidatos a auditor externo las condiciones de contratación; que revise el programa de trabajo, las cartas de observaciones y los reportes de auditoría interna; que verifique la observancia de los mecanismos establecidos para el control interno, coordinando las labores del auditor interno, y que revise el programa de trabajo, las cartas de observaciones y los reportes de auditoría interna, comprobando que se observen los mecanismos establecidos para el control interno.

Según la EGCM, en promedio hay un 56,8% de consejeros independientes en el Comité de Auditoría de las empresas encuestadas.

En el artículo 42, la LMV establece como actividad del Comité de Auditoría emitir opinión sobre el informe del director general en cuanto a la conveniencia y suficiencia de las políticas y criterios contables y si este refleja en forma razonable la situación financiera de la sociedad. Asimismo, revisará los reportes relativos a la elaboración de la información financiera. Sin embargo, no se menciona explícitamente como una atribución de este comité la revisión de los informes sobre el control de riesgos.

En las prácticas 23, 28, 30, 31 y 32 del CMPC, se recomienda que el Comité dé su opinión al CA sobre las políticas y criterios utilizados en la preparación de la información financiera, validando su aplicación consistente.

La EGCM mostró que el 85,4% de las empresas encuestadas cuenta con un sistema de planificación de recursos empresariales, pero solo el 56,9% tiene criterios para la revelación de riesgos (aunque este porcentaje sube al 85,7% en el caso de las entidades financieras). Finalmente, solo el 57,7% cuenta con un tablero de indicadores sobre la gestión de la empresa.

En los artículos 42 y 43, la LMV establece como actividades del Comité de Auditoría informar al CA sobre la situación que guarda el sistema de control interno e investigar posibles incumplimientos de este.

El CMPC, en las prácticas 33, 34 y 35, sugiere que el Comité de Auditoría someta a la aprobación del CA los lineamientos generales de control interno y, en su caso, las revisiones de este. También se recomienda apoyar al CA para asegurar su efectividad y dar seguimiento a la carta de observaciones sobre control interno, en coordinación con los auditores interno y externos.

#### **h) Comité de inversiones en activos financieros**

- xvi) El Comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en mercados financieros

La LMV no establece explícitamente la existencia de este comité

El CMPC, en su práctica 45, describe como función del Comité de Finanzas y Planeación evaluar las políticas de inversión de la sociedad. En la práctica 48, recomienda que este comité apoye al CA en el análisis de las políticas de tesorería y la inversión en activos, asegurando que se encuentren alineadas con el plan estratégico y el giro de la sociedad. Aunque reconoce que las mejores prácticas sugieren que el Comité sea presidido por un consejero independiente, se muestra de acuerdo en que ello depende de la etapa de GC en que se encuentre la sociedad.

La EGCM reveló que un 60,8% de las empresas del estudio respondió que el comité involucrado en las cuestiones financieras monitorea y mide el retorno de los proyectos de inversión en que se involucra la empresa. Nuevamente, el porcentaje se eleva al 75% en el caso de las entidades financieras.

#### **i) Comité de financiamiento corporativo**

- xvii) El Comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en financiamiento corporativo
- xviii) El Comité deberá dictaminar los requerimientos de financiamiento y los mecanismos propuestos por el director general
- xix) El Comité deberá dictaminar la contratación de los intermediarios financieros que requiera la empresa para la colocación de títulos financieros emitidos por ella

La LMV no establece explícitamente la existencia este comité.

El CMPC, aunque reconoce que las mejores prácticas sugieren que el Comité sea presidido por un consejero independiente, se muestra de acuerdo en que ello dependerá de la etapa de GC en que se encuentre la sociedad. Por otra parte, en su práctica 45 describe como función del Comité de Finanzas y Planeación la de evaluar la política de financiamiento de la empresa. En su práctica 48, recomienda que este Comité apoye al CA en el análisis de las políticas de contratación de productos derivados y de pasivos, asegurando que se encuentren alineadas con el plan estratégico y el giro de la sociedad.

#### **j) Comité de riesgos**

xx) El Comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en administración integral de riesgos

xxi) El Comité deberá dictaminar los reportes de los riesgos financieros de la cartera de inversiones que mantenga la empresa y de las emisiones de títulos de deuda

La LMV no establece explícitamente la existencia de este comité.

Para las entidades financieras, especialmente instituciones de crédito, AFORE y aseguradoras, se requiere la existencia de este comité.

El CMPC, en su práctica 50, recomienda que el Comité de Finanzas y planeación auxilie al CA en la evaluación de los mecanismos de identificación, análisis, administración y control de riesgos a que está sujeta la sociedad, y en su práctica 51, propone que en cada una de las sesiones anuales se informe sobre la situación que guarda cada uno de los riesgos identificados. Aunque reconoce que las mejores prácticas sugieren que el Comité sea presidido por un consejero independiente, se muestra de acuerdo en que ello depende de la etapa de GC en que se encuentre la sociedad.

#### **k) Evaluación del desempeño del Consejo de Administración**

xxii) Debe contarse con una evaluación anual formal y rigurosa del desempeño del CA, de sus comités corporativos e, individualmente, de los consejeros

En la LMV no se menciona este punto.

El CMPC, en su práctica 22, recomienda establecer un mecanismo de evaluación del desempeño y cumplimiento de las responsabilidades y deberes fiduciarios de los consejeros.

La EGCM reveló que solo el 51,5% de las empresas encuestadas cuenta con un plan de desarrollo alineado a la evaluación del desempeño de los consejeros, mientras que el 53,1% tiene un mecanismo de evaluación del desempeño y cumplimiento de los deberes fiduciarios de los consejeros y de los órganos corporativos de manera colegiada.

En síntesis, si bien el marco legal y el código en que se apoya la mayoría de las actividades de GC en México se cuentan entre los más avanzados de la región, y cubren gran parte de las funciones de los distintos órganos o instancias involucradas, en materia de apoyo de los comités de Financiamiento y de Riesgos (fundamentales en la emisión de instrumentos de deuda) existen amplias áreas de oportunidad, como lo muestra el universo de empresas de la EGCM.

Un punto a destacar es el sesgo que tienen la legislación y el CMPC hacia el respeto por la tradición familiar de las empresas mexicanas en relación con las exigencias de los estándares de GC. Ello se traduce en una alta proporción de empresas donde coincide la misma persona en la presidencia del CA y la dirección general, y en que la mayoría de los miembros del CA son familiares. Este hecho desincentiva la formación de talento gerencial y encarece el costo de financiamiento dentro de las organizaciones.



Quizá el avance de la GC por la vía legal podría complementarse con un esquema de incentivos como el del Novo Mercado en el Brasil, de manera que existan elementos adicionales de estímulo para avanzar en los estándares de GC y sopesar las estructuras familiares, mejorando la gestión corporativa de las empresas en el país.

Finalmente, un área de oportunidad en el ámbito de la GC es la profesionalización de los consejeros, especialmente de los independientes.

Es necesario mejorar su remuneración —según la EGCM, el honorario medio por sesión de un consejero independiente es de dos a siete salarios mínimos— para garantizar un nivel adecuado de atención a los asuntos en que se requiere de su aportación.

Asimismo, debe limitarse la participación de los mismos consejeros en múltiples CA —según la EGCM, en México el promedio es de 10 a 15, mientras que en otros países es solo de tres a ocho— para evitar el funcionamiento inadecuado de los comités en que la presencia de los consejeros independientes es crucial, como es el caso de los involucrados en la emisión de deuda por parte de la empresa.

## **D. Estudio de caso CEMEX**

### **1. Introducción**

CEMEX es una empresa de soluciones para la industria de la construcción. Se encuentra integrada en todas las cadenas del proceso del cemento, sus agregados y otros materiales para la construcción; esto es, participa en la producción, distribución, comercialización y venta. Fue fundada en 1906, se convirtió en una empresa pública en enero de 1976 y cotiza en el mercado de Nueva York por medio de ADR desde septiembre de 1999.

CEMEX ha pasado de ser una empresa local a una de las principales del sector (la tercera) a nivel global. En diciembre de 2010 tenía presencia en más de 50 países de América, Europa, África, Oriente Medio y Asia y mantenía relaciones comerciales con unos 100 países de todo el mundo. Actualmente, genera más de 50.000 empleos y obtiene ingresos anuales del orden de 15.500 millones de dólares.

### **2. Gobernanza corporativa**

Al cotizar en los mercados accionarios de México y los Estados Unidos, CEMEX ha establecido los estándares de GC de acuerdo con la normativa mexicana y estadounidense.

Particularmente, por ser una empresa pública (SAB), la CNBV le exige cumplir con lineamientos específicos de GC establecidos en la LMV. Además, ha adoptado las prácticas de gobierno corporativo de la Ley Sarbanes-Oxley de 2002 y sus posteriores adecuaciones en los Estados Unidos.

En cuadro V.3 se presenta una comparación entre los estándares de GC definidos en el segundo capítulo y su cumplimiento en dos momentos de la empresa —fines de 2008, inicio de la crisis financiera, y fines de 2010—, con el propósito de detectar puntos críticos en la situación que se vivió después de septiembre de 2008. Para esos efectos, se tomó la agrupación del apartado anterior

La fuente del análisis son los cuestionarios sobre cumplimiento de principios de GC que se entregan a la CNBV y los informes anuales de la empresa. En la columna correspondiente a 2008 solo se mencionan los eventos que eran diferentes de los actuales.

**CUADRO V.3**  
**CEMEX: CUMPLIMIENTO DE LOS ESTÁNDARES DE GOBERNANZA**  
**CORPORATIVA, 2008 Y 2010**

Papel del Consejo de Administración (CA)	
2008	2010
Solo se validaba que la información financiera fuera confiable.	El CA es responsable de la supervisión global de las operaciones de CEMEX, considerando las funciones establecidas en el art. 28 de la LMV, entre las cuales destacan la definición de la estrategia y la designación del director general. El Informe anual 2010 señala que se estableció un sistema para asegurar que la información relevante llegue a la alta dirección de manera oportuna.
Los Comités de Auditoría, Prácticas Societarias y de Finanzas los integraban directivos de la empresa y reportaban directamente al director general.	El CA se apoya actualmente en tres Comités: Auditoría, Prácticas Societarias y Finanzas, delegando en ellos las funciones de control y auditoría internos, contratación y compensación del director general y otros directivos relevantes y estrategia financiera de la empresa, respectivamente.
Estructura del Consejo de Administración	
2008	2010
	CEMEX cuenta actualmente con 13 consejeros propietarios, de los cuales 6 son relacionados y 7 independientes (54%); existen también 4 suplentes.
Papel del Presidente del Consejo de Administración	
2008	2009
	El Presidente del CA es el Ing. Lorenzo Zambrano, quien es director general y principal accionista de la empresa desde su creación (algo común en las empresas familiares de México).
Selección de consejeros	
2008	2010
	Al menos un consejero independiente (que forma parte del Comité de Auditoría) cumple con los requisitos de “experto financiero” señalados en la Ley Sarbanes-Oxley de los Estados Unidos, esto es, que gracias a su educación y experiencia como contador público, auditor o responsable de las finanzas de un emisor tenga las siguientes características: i) conocimiento de los principios generalmente aceptados de contabilidad y estados financieros ii) experiencia en la elaboración o auditoría de estados financieros de emisores comparables y suficiente capacidad de aplicación de los principios de contabilidad iii) experiencia en controles internos de contabilidad iv) entendimiento de las funciones del Comité de Auditoría
Los consejeros de CEMEX podían pedir información y aclaración con anticipación o posterioridad a la fecha de cada sesión del CA; sin embargo, no necesariamente tenían acceso a toda la información relevante cinco días antes de las sesiones.	Aunque en el Informe anual se manifiesta haber implementado un sistema para que la información relevante llegue al director general —que en CEMEX coincide con la presidencia del CA— de manera oportuna, los demás consejeros reciben ocasionalmente la información sobre temas críticos que se examinarán en las sesiones del CA.
Consejeros externos	
2008	2010
	En el cuestionario sobre GC entregado por CEMEX a la CNBV, se afirma que los consejeros comunican al presidente del CA y al secretario cualquier conflicto de interés, absteniéndose de votar en tales situaciones. El número de consejeros independientes representa el 54% del total de consejeros.

(continúa)

## Cuadro V.3 (continuación)

Consejeros internos	
2008	2010
	CEMEX cumple con el artículo 404 de la Ley Sarbanes-Oxley (SOX), que garantiza que los informes financieros son firmados por el director general y los responsables de su elaboración a fin de asegurar su veracidad. El director de Auditoría no es miembro del CA.
Comité de Auditoría	
Antes de septiembre de 2008	2010
Existía un solo comité de auditoría y prácticas societarias.	El Comité de Auditoría es independiente del Comité de Prácticas Societarias. Aunque se establece que los miembros de dichos Comités —incluido su presidente— deben ser consejeros independientes, el criterio de independencia de la presidencia no se cumple en los Comités de Auditoría y de Finanzas según lo exigido por la LMV y el CMPC. De conformidad con el artículo 26, fracción V, de la LMV y el numeral VIII de los requisitos establecidos por el CMPC, no podrán ser consejeros independientes quienes tengan parentesco por consanguinidad, afinidad o civil con directivos y empleados hasta el cuarto grado y personas con significativa influencia en la empresa.
Solo se delegaba la evaluación de los auditores externos.	En CEMEX se delega la evaluación y contratación del auditor externo al Comité de Auditoría. El Comité de Auditoría es responsable de evaluar los sistemas de control y auditoría internos, así como de la gestión de los auditores externos, tanto en su función de auditoría como de servicios adicionales a la empresa.
No se hace referencia a control de riesgos.	En el informe anual de 2010 se describe como función básica del Comité de Auditoría dar seguimiento a las medidas adoptadas en relación con las observaciones de los auditores en torno a la contabilidad y la auditoría externa e interna, por lo que se supone se cuenta con reportes específicos. Sin embargo, no se hace hincapié en el control de riesgos. Se delega en el Comité de Auditoría el seguimiento de las observaciones sobre el sistema de control interno, así como cualquier reclamo relacionado con irregularidades del equipo directivo. Además, se comenta que al adoptar lo establecido en la Ley SOX se tiene un reporte específico sobre el manejo interno de la información presentada en los informes financieros, en el cual se valida el visto bueno de los auditores externos sobre el control interno relacionado con los reportes financieros. Anualmente, el Comité de Auditoría elabora un reporte para el CA y la Asamblea de Accionistas.
Comité de Inversiones en Activos Financieros	
2008	2010
El Comité de finanzas no era un órgano intermedio de GC, estaba presidido por un directivo y no un consejero y reportaba directamente a la Dirección General. Los comités de administración de riesgos y de dirección se encargaban de la evaluación y congruencia de las políticas de inversión con la estrategia de la sociedad.	La estrategia financiera de CEMEX se define en el comité de finanzas, que está presidido por el mismo consejero “independiente” que encabeza el Comité de Auditoría. El Informe anual 2010 señala que se han establecido procesos que, mediante quejas anónimas y confidenciales, permiten detectar oportunamente el mal uso de los activos de la empresa.
Comité de financiamiento corporativo	
2008	2010
El comité de finanzas no era un órgano intermedio de GC, estaba presidido por un directivo y no un consejero y reportaba directamente a la Dirección General. Los Comités de Administración de Riesgos y de Dirección se encargaban de la evaluación y análisis de congruencia de las políticas de financiamiento con la estrategia de la sociedad.	La estrategia financiera de la empresa se enmarca en el comité de Finanzas, que está presidido por el mismo consejero “independiente” que encabeza el Comité de Auditoría La evaluación de la estructura financiera de la empresa recae en el Comité de Finanzas.

Cuadro V.3 (conclusión)

Comité de riesgos	
2008	2010
Para administrar los riesgos financieros de la sociedad, se constituyó el Comité de Administración de riesgos (CAR), integrado por el vicepresidente ejecutivo de Planeación y finanzas, el vicepresidente ejecutivo de Administración, el vicepresidente de Finanzas corporativas, el director corporativo de Finanzas, la presidencia Norteamérica y Trading, la presidencia Sudamérica y el Caribe y las presidencias de Europa, Asia y África.	La empresa no tiene definido el Comité de Riesgos como un Comité corporativo, aunque existe como Comité operativo. Se convoca bimestralmente y se enfoca ante todo en el monitoreo de los parámetros de riesgos financieros de la cartera de derivados. Está integrado por el vicepresidente ejecutivo de Planeación y finanzas, el vicepresidente ejecutivo de Administración, el vicepresidente de Organización y recursos humanos, el director de Contraloría corporativa y el vicepresidente de Finanzas corporativas. El análisis de los riesgos relacionados con la estructura financiera de la empresa, específicamente los vinculados a la volatilidad de las tasas de interés y de la moneda, se enmarca en el Comité de Finanzas, que está presidido por el mismo consejero “independiente” que encabeza el Comité de Auditoría, apoyándose en el Comité de Administración de riesgos. El análisis de los riesgos asociados a la volatilidad de las tasas de interés y de la moneda, así como del refinanciamiento, se enmarcan como actividades del Comité de Finanzas.

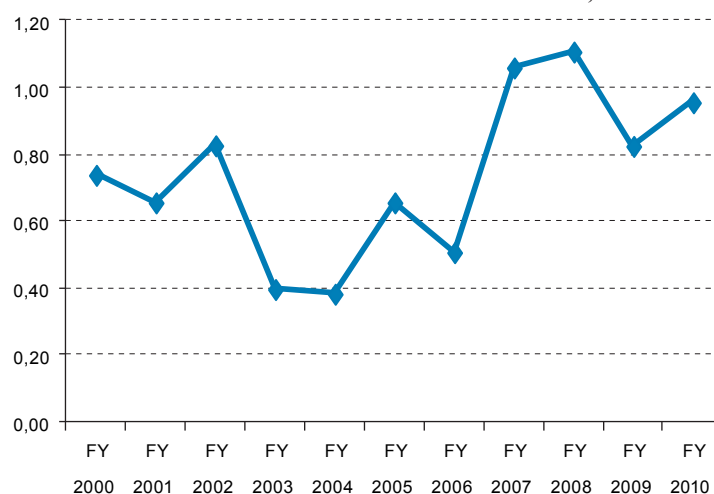
Fuente: Elaboración propia.

### 3. La crisis financiera de 2008 y sus efectos en la situación financiera de CEMEX

Hasta 2007, el crecimiento de CEMEX, tanto orgánico como de presencia internacional, fue sin precedentes. En 1987 adquirió Cementos Anáhuac y en 1989, Cementos Tolteca. En 1992 inició su incursión en plazas internacionales, realizando adquisiciones en España y en 2000, en los Estados Unidos. En los años siguientes se adquirieron activos en América Latina y el sudeste de Asia. En 2005 adquirió la cementera británica RMC y en 2007 la compañía australiana Rinker, con fuertes posiciones de vivienda en los Estados Unidos, específicamente en Florida y Arizona.

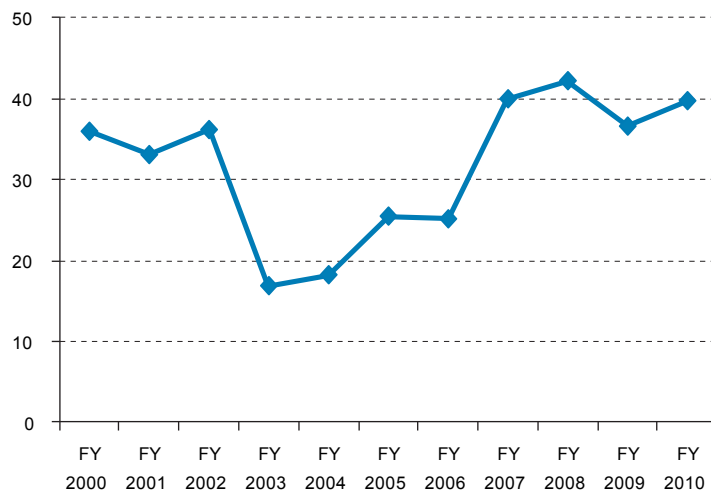
Al cierre de 2006, CEMEX estaba considerada como una de las principales empresas de México en cuanto a crecimiento absoluto de las ventas (sexta), monto de utilidades (cuarta) y aumento de las utilidades (décimoquinta), pero el incremento de sus activos y el apalancamiento correspondiente impidieron un desempeño similar en materia de indicadores de rentabilidad (*Expansión*, julio 2007). Como se observa en los gráficos V.10, V.11 y V.12, el crecimiento de los activos de CEMEX se sustentó con mayor apalancamiento y a partir de 2007, particularmente para la adquisición de Rinker (15.300 millones de dólares), se elevaron los principales indicadores de solvencia a largo plazo. CEMEX se convirtió en la empresa privada con la deuda más grande del país.

GRÁFICO V.10  
CEMEX: RAZÓN ENTRE DEUDA Y CAPITAL, 2000-2010



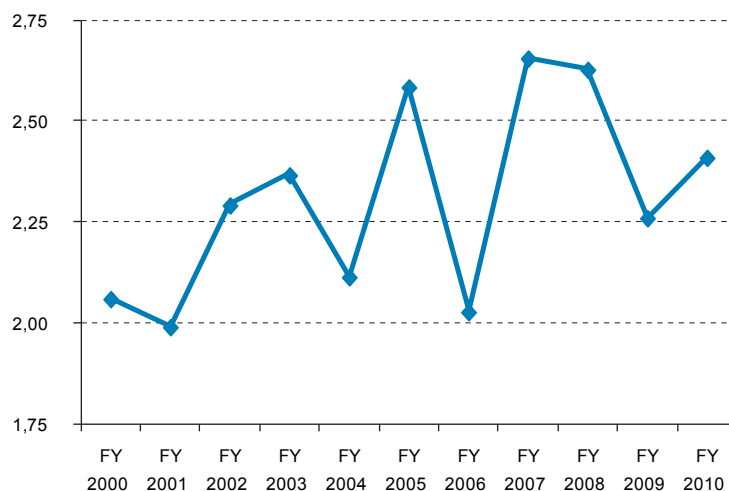
Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO V.11**  
**CEMEX: RAZÓN ENTRE DEUDA Y ACTIVOS, 2000-2010**



Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO V.12**  
**CEMEX: RAZÓN ENTRE ACTIVOS Y CAPITAL, 2000-2010**



Fuente: Bloomberg.

Al comparar a CEMEX con las principales cementeras del mundo (véase el cuadro V.4), observamos que sus indicadores de apalancamiento eran muy similares a los de sus principales competidores. El problema estaba en la generación de flujo para enfrentar sus obligaciones.

**CUADRO V.4**  
**ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS EMPRESAS CEMENTERAS, 2008 Y 2010**

Relación	2008			2010		
	CEMEX	HOLCIM	LAFARGE	CEMEX	HOLCIM	LG
Deuda/capital	1,11	1,04	1,27	0,96	0,70	0,95
Deuda/activos	42,23	41,27	45,86	39,76	33,32	40,66
Activos/capital	2,63	2,51	2,77	2,41	2,10	2,33
EBIDA/intereses	4,49	5,32	4,47	1,80	5,33	4,00
ACP-INV/pasivo CP	0,21	0,62	0,44	0,37	0,83	0,68
ROE	1,29	10,44	13,37	-8,10	6,37	5,31

Fuente: Bloomberg.

De hecho, la estrategia inicial para hacer frente a sus crecientes obligaciones fue vender activos de España, los Estados Unidos, Austria y Hungría a la cementera irlandesa Cement-Roadstone Holdings (CRH). Sin embargo, tras la crisis financiera originada en el sector inmobiliario de los Estados Unidos (véase el capítulo II), las ventas se contrajeron y los acuerdos con CRH no pudieron realizarse.

Como corolario, la acción de CEMEX cayó cerca del 80% en un año y la empresa entró en un proceso de reestructura financiera que implicó un largo período de negociación con los acreedores (70 bancos y 25 acreedores privados) (véase el gráfico V.13).

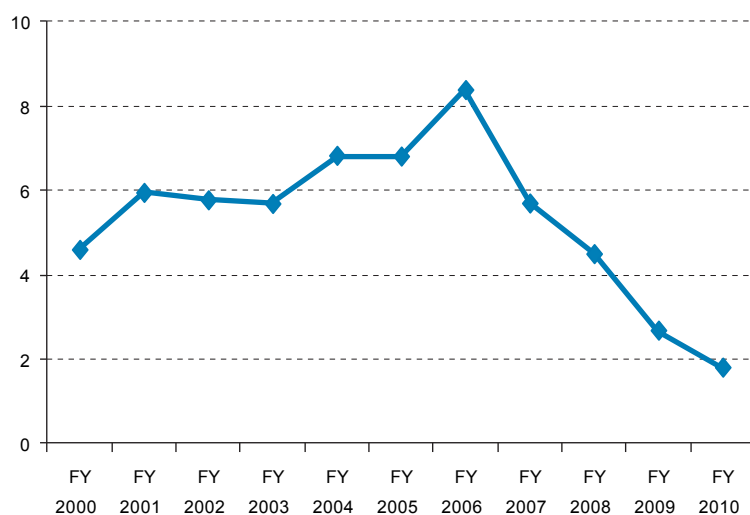
**GRÁFICO V.13**  
**CEMEX: PRECIO DE LAS ACCIONES, 2008-2010**



Fuente: Bloomberg.

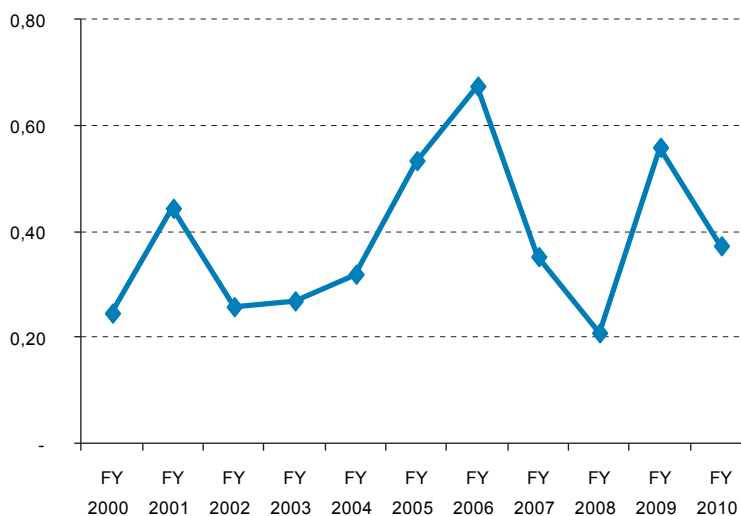
Sus problemas de solvencia a largo plazo se trasladaron a problemas de liquidez a corto plazo, como se observa en el comportamiento de la razón entre EBITDA e intereses y entre activos circulantes de fácil realización y pasivos a corto plazo (véanse el cuadro V.4 y los gráficos V.14 y V.15).

**GRÁFICO V.14**  
**CEMEX: COBERTURA DE INTERESES, 2000-2010**



Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO V.15**  
**CEMEX: COEFICIENTE DE LIQUIDEZ, 2000-2010**



Fuente: Bloomberg.

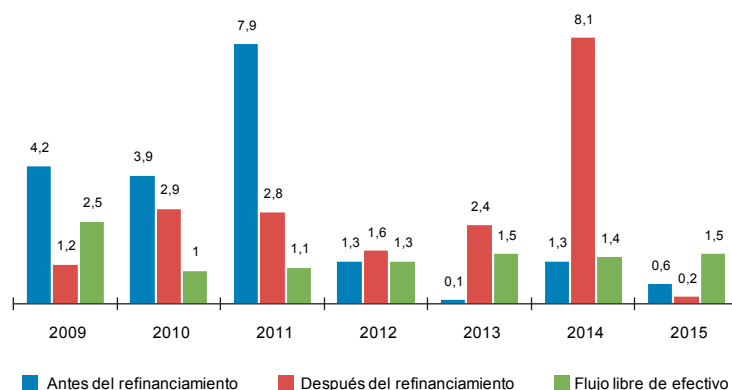
Es ahí donde se muestran las principales diferencias respecto de sus competidores, como se observa en el cuadro V.3.

En este entorno, las autoridades financieras mexicanas apoyaron a la empresa. Se vivían los momentos más críticos después de la quiebra de Lehman Brothers en los Estados Unidos y se temía por la quiebra de grandes empresas en América Latina. El banco de desarrollo Nacional Financiera (NAFINSA) garantizó un 50% la colocación de papeles a corto plazo de la empresa para subsanar sus necesidades inmediatas de liquidez.

El plan de acción de CEMEX (agosto de 2009) implicó una serie de acuerdos para reestructurar una deuda aproximada de 15.000 millones de dólares. Entre los principales, podemos mencionar los siguientes:

- i) Recapitalización de la empresa: en septiembre de 2009 se emitieron acciones por un valor de 1.800 millones de dólares y en noviembre de ese año intercambió deuda por bonos convertibles en acciones por 800 millones.
- ii) Disminuir los costos en 900 millones de dólares anuales. En 2009 los costos de venta y administrativos se redujeron un 8,8% (1.345 millones de dólares) y en 2010, un 8% adicional (1.178 millones).
- iii) Vender activos y no invertir en nuevos proyectos hasta 2013. Desde diciembre de 2008, CEMEX vendió sus plantas en Islas Canarias por 227 millones de dólares. En junio de 2009 tomó la decisión de vender las plantas en Australia en 1.700 millones de dólares.
- iv) Reestructurar los vencimientos de la deuda. Se firmó el 14 de agosto de 2009 y con ello se ganó tiempo para pagar deudas, como se muestra en el gráfico V.16.

**GRÁFICO V.16**  
**CEMEX: DEUDA 2009-2015**  
 (En miles de millones de dólares)



Fuente: Revista *Expansión*.

Respecto de los resultados de todo este proceso para CEMEX, algunas citas del director general y presidente del CA, el Ing. Lorenzo Zambrano, muestran la importancia de contar con una estructura de GC eficiente para evitar situaciones como las que vivió la empresa.

En cuanto a la compra de Rinker, señaló que “...fue una muy buena compra, lo que no estuvo bien fue el financiamiento, la debimos haber financiado más con capital y tomar deuda a más largo plazo...hubiera sido un financiamiento más caro pero mucho más conservador”. Refiriéndose a la crisis de 2008, agregó: “...no vimos venir la crisis, siempre nos preguntábamos, qué pasa si llega la crisis, ¿sobrevivimos o no?, pero no imaginamos que los mercados dejaran de funcionar” (*Expansión*, julio 2009).

#### 4. La emisión de deuda en la problemática enfrentada por CEMEX

Como se mencionó en el apartado anterior, el modelo de crecimiento de CEMEX se sostenía con créditos a corto plazo a un costo relativamente bajo y expectativas de alto crecimiento de las utilidades para amortizar la deuda.

En el cuadro V.5 se muestra la emisión de bonos realizada por la administración de CEMEX en el período 2006-2009.

Destacan varios puntos del cuadro V.5:

- i) Los montos impresionantes de emisión de deuda desde 2006 hasta septiembre de 2008: 22.629 millones de pesos, 4.000 millones de dólares y 1.630 millones de euros.
- ii) El crecimiento significativo de los diferenciales que tuvo que pagar la empresa a causa de la crítica situación financiera después de la reestructuración de agosto de 2009.
- iii) La colocación de bonos a largo plazo en moneda extranjera en 2009 se realizó exclusivamente en mercados internacionales (más acostumbrados a la adquisición de bonos de alto rendimiento (*high yields*), dada la restricción que se presentó ese año en el mercado corporativo mexicano.
- iv) Finalmente, la baja sustancial en los niveles de calificación para las emisiones posteriores a la crisis.



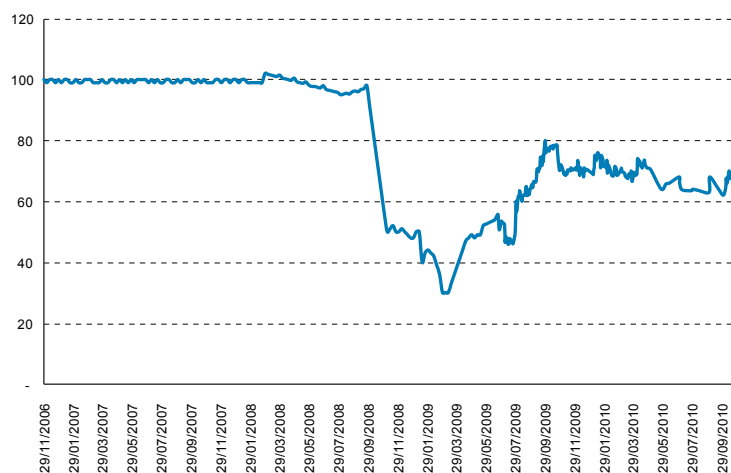
**CUADRO V.5**  
**CEMEX: EMISIONES DE BONOS, 2006-2009**

Fecha de emisión	Cupón	Fecha de vencimiento	Moneda	Monto emitido	Tipo de cupón	S&P Rating	Fitch Rating	Moody's Rating
17-03-2006	5,27%	10/03/2011	MXN	3 250 000 000	FLOATING	mxBB+	BB-(mex)	
17-03-2006	8,65%	10/03/2011	MXN	750 000 000	FIXED	mxBB+	BB-(mex)	
29-09-2006	4,68%	22/09/2011	MXN	4 000 000 000	FLOATING	mxBB+	BB-(mex)	
28-09-2006	0,00%	26/10/2006	MXN	350 000 000	ZERO COUPON	N.Disp	N.Disp	N.Disp
05-10-2006	0,00%	01/11/2006	MXN	350 000 000	ZERO COUPON	N.Disp	N.Disp	N.Disp
12-10-2006	0,00%	09/11/2006	MXN	350 000 000	ZERO COUPON	N.Disp	N.Disp	N.Disp
18-12-2006	6,20%	PERPETUAL	USD	350 000 000	VARIABLE	B-	B+	B+
18-12-2006	6,20%	PERPETUAL	USD	350 000 000	VARIABLE	B-		B+
18-12-2006	6,72%	PERPETUAL	USD	900 000 000	VARIABLE	B-		B+
18-12-2006	6,72%	PERPETUAL	USD	900 000 000	VARIABLE	B-		B+
15-12-2006	4,98%	08/03/2012	MXN	2 950 000 000	FLOATING	mxBB+		
02-02-2007	4,91%	26/01/2012	MXN	3 000 000 000	FLOATING	mxBB+		
12-02-2007	6,64%	PERPETUAL	USD	750 000 000	VARIABLE	B-	B+	B+
12-02-2007	6,64%	PERPETUAL	USD	750 000 000	VARIABLE	B-		B+
05-03-2007	4,75%	05/03/2014	EUR	900 000 000	FIXED	B		B+
09-05-2007	6,28%	PERPETUAL	EUR	730 000 000	VARIABLE	B-		B+
28-09-2007	4,91%	21/09/2012	MXN	3 000 000 000	FLOATING	mxBB+	BB-(mex)	
30-11-2007	3,90%	26/11/2010	MXN	511 589 600	FIXED		BB-(mex)	
30-11-2007	4,40%	17/11/2017	MXN	116 530 800	FIXED	mxBB+	BB-(mex)	
25-04-2008	5,26%	05/11/2010	MXN	1 000 000 000	FLOATING		BB-(mex)	
11-12-2008	7,36%	15/09/2011	MXN	124 817 100	FIXED		BB-(mex)	
11-12-2008	8,30%	15/09/2011	MXN	450 045 900	FLOATING		BB-(mex)	
16-07-2009	7,32%	14/07/2011	MXN	2 200 000 000	FLOATING	mxAAA		
15-12-2009	10,00%	28/11/2019	MXN	4 126 538 400	FIXED	mxBB-		
14-12-2009	9,63%	14/12/2017	EUR	350 000 000	FIXED	B		B+
14-12-2009	9,63%	14/12/2017	EUR	350 000 000	FIXED	B		B+
14-12-2009	9,50%	14/12/2016	USD	1 750 000 000	FIXED	B		
14-12-2009	9,50%	14/12/2016	USD	1 750 000 000	FIXED	B		B+

Fuente: Bloomberg.

El efecto antes descrito de la crisis en las acciones de CEMEX también se reflejó en el precio en los mercados secundarios de deuda. Como ejemplo, en el gráfico V.17 se observa el comportamiento del bono perpetuo emitido en diciembre de 2006, que llegó a alcanzar niveles de 22 centavos de dólar a principios de 2009.

**GRÁFICO V.17**  
**CEMEX: BONO PERPETUO DICIEMBRE 2006-OCTUBRE 2010**  
*(En dólares)*



Fuente: Bloomberg.

En este proceso que CEMEX ha vivido de reestructuración financiera, la pérdida de valor para los accionistas ha sido sustancial. El valor de las acciones se encuentra actualmente casi en los mismos niveles que alcanzaron en la etapa más crítica de la problemática financiera a fines de 2008. Sus resultados en términos de flujo de efectivo continúan siendo desfavorables, pues sus principales mercados (México, los Estados Unidos y España) aún muestran una recuperación económica endémica.

En el primer trimestre de 2011 sus ventas crecieron un 11% en términos anuales, sustentadas en los mercados emergentes y europeos, mientras que sus pérdidas alcanzaron 276 millones de dólares y la generación del flujo libre de efectivo siguió siendo negativa (-329 millones). Su deuda neta al cierre de marzo de 2011 fue de 17.575 millones de dólares (6,9x su EBITDA), superando el nivel de diciembre de 2010.

Finalmente, los problemas que afrontó CEMEX tras la crisis financiera de fines de 2008 radicaron en dos aspectos: i) establecer un modelo de negocios de crecimiento global sustentado en apalancamiento excesivo, confiando en un buen desempeño del segmento operativo en un contexto de crecimiento económico sostenido, pero que sufrió un freno importante en 2009-2010, y ii) definir una estrategia de crecimiento en países estrechamente relacionados (México y los Estados Unidos), que al entrar en problemas de recesión como la que se vivió en 2009 afectó una parte significativa de los ingresos de la empresa.

Ambos problemas tienen que ver en parte con la estructura de GC y su implementación. Al respecto, cabe manifestar lo siguiente:

- i) Definir la estrategia es una función del CA, pero cuando el director general es el dueño y presidente del CA resulta difícil presentar opciones realistas que vayan en contra de la inercia de los resultados anteriores y que se vislumbren problemas potenciales a ser tomados en cuenta sin violentar los estándares de acción.
- ii) El problema se acrecienta si el CA mantiene un concepto de independencia de los consejeros que no incluye la consanguinidad.
- iii) Los órganos intermedios de GC no aparecieron estructuralmente y con “cierto rol de apoyo real al CA” sino hasta 2010, aunque en ellos radica la posibilidad de vislumbrar previsionalmente posibles problemas relacionados con las decisiones estratégicas de la empresa.
- iv) Un apalancamiento excesivo para financiar proyectos de inversión y crecimiento cada vez más riesgosos, en un contexto de deterioro de la situación económica mundial, es un claro ejemplo del problema de agencia entre accionistas y acreedores como el que se planteó en el tercer apartado del presente documento.

El replanteamiento de la estrategia de CEMEX que se ha pretendido implementar en los meses transcurridos de 2011 no puede criticarse desde el punto de vista financiero. Se renegoció el pacto (*covenant*) de su deuda neta a EBITDA (7,75x), mientras que para mejorar su perfil de vencimientos se emitieron notas senior garantizadas por 1.000 millones de dólares y notas convertibles subordinadas por 1.667 millones. Los recursos se usaron para pagar certificados bursátiles con vencimiento en 2011 y 2012. Recientemente, se emitieron CB que “bursatilizaron” las cuentas por cobrar.

Sin embargo, todo ello representa un esfuerzo por ganar tiempo para que se recupere el flujo de efectivo si es que a corto plazo se logra la recuperación económica. En términos de GC no hay avances, a pesar de ser una SAB que está cotizando en los Estados Unidos. La forma de operar en un contexto familiar, sin objetividad de juicio y oposición de alternativas ni alertas oportunas podrían hacer que se repitan los sucesos antes descritos si se presenta la oportunidad. “...Deberíamos haber usado más capital...”, “...no vimos venir la crisis...”.

## E. Estudio de caso Controladora Comercial Mexicana (COMERCI)

### 1. Introducción

Comercial Mexicana es una compañía controladora que opera en el sector detallista de México. Fue creada en 1933 y cotiza en la Bolsa Mexicana de Valores desde abril de 1991. Cuenta con 232 tiendas distribuidas en todo el territorio nacional (un 80% de ellas en la zonas centro y Ciudad de México). Tiene nueve formatos de tiendas: Comercial Mexicana, Mega, Cotsco, Bodega Comercial Mexicana, Sumesa, City Market, Fresko y Alprecio. Es propietaria del 50% de Cotsco México y opera una cadena de 75 restaurantes familiares: California y Beer Factory. En diciembre de 2010, COMERCI reportó ventas por 55.717 millones de pesos, generó 38.930 empleos directos y trabajó con cerca de 4.000 proveedores.

### 2. Gobernanza corporativa

Por ser una empresa pública (SAB), la CNBV le exige a COMERCI cumplir con lineamientos específicos de GC establecidos en la LMV. Además, han adoptado las prácticas recomendadas en el CMPC del Consejo Coordinador Empresarial.

En el cuadro V.6 se presenta una comparación entre los estándares de gobierno corporativo definidos en el segundo capítulo de este compendio y su cumplimiento en dos momentos: septiembre de 2008, inicio de la crisis financiera, y fines de 2010. Con ello se busca detectar puntos críticos en la situación que vivió la empresa durante ese período y sus consecuencias en la GC. Para esos efectos, se tomó la agrupación del tercer apartado.

Debido a la larga reestructuración financiera de la empresa, que terminó en concurso mercantil a mediados de 2010, no se cuenta con reportes sobre GC a la CNBV en 2009 y 2010. Por ello, las fuentes del análisis son los cuestionarios previos a 2009 y los informes anuales financiero y de responsabilidad social de 2010.

**CUADRO V.6  
COMERCI: CUMPLIMIENTO DE LOS ESTÁNDARES DE GOBERNANZA  
CORPORATIVA, 2008 Y 2010**

Papel del Consejo de Administración (CA)	2008	2010
		En COMERCI, el CA tiene las funciones, deberes y facultades establecidas en el artículo 28 de la LMV, entre las cuales se encuentran la definición de la estrategia y la designación del director general.
No se tenía un órgano específico para esta función del CA.		Para ello, se apoya en un órgano colegiado (Comité Ejecutivo) integrado por miembros del CA, que entre sus funciones principales tiene la de revisar la estrategia de la sociedad aprobada por el CA.
Solo existían los comités de Prácticas Societarias y Auditoría como órganos de apoyo al CA.		El CA se apoya actualmente en tres Comités: Auditoría, Prácticas Societarias y Comité Ejecutivo. Delega en ellos las funciones de control y auditoría internos y evaluación de auditores externos; contratación, compensación y evaluación del personal ejecutivo y estrategia de la empresa, respectivamente.

(continúa)

## Cuadro V. 6 (continuación)

Estructura del Consejo de Administración	
2008	2010
El CA estaba conformado por 12 consejeros propietarios y 12 suplentes. Del total de consejeros propietarios, tres (25%) eran independientes.	El CA cuenta actualmente con 13 consejeros propietarios, de los cuales cinco son relacionados y cuatro son independientes (31%); existen también 10 suplentes.
Papel del Presidente del Consejo de Administración	
2008	2010
El presidente del CA es el principal accionista de la sociedad.	Existe un presidente honorario del CA que es el principal accionista de la sociedad. El presidente del CA es hijo del presidente honorario y el director general es distinto de los presidentes, pero familiar cercano.
Selección de consejeros	
2008	2010
Dado lo acontecido en la empresa en 2008-2010, se infiere que los consejeros de COMERCI no estaban debidamente informados de las actividades del área financiera de la sociedad.	Los Comités de Auditoría y Prácticas Societarias son presididos por expertos en finanzas y recursos humanos. Sin embargo, siete de los consejeros propietarios son familiares cercanos, lo cual desfavorece el criterio de objetividad en la elección. Entre las mejores prácticas adoptadas en 2010 por el CA de COMERCI destaca la necesidad de que los consejeros, tanto propietarios como suplentes, deban mantenerse informados de los asuntos tratados en las sesiones del CA a que asistan. Ello es entendible, después de las implicaciones que tuvo para la sociedad la incursión en actividades financieras no propias del negocio.
Consejeros externos	
2008	2010
El número de consejeros independientes representa el 25% del total de consejeros.	Los consejeros deben comunicar al presidente y demás miembros del CA cualquier situación en la que exista o pueda existir un conflicto de interés, absteniéndose de participar en la deliberación correspondiente. El número de consejeros independientes representa el 31% del total de consejeros, de acuerdo con los parámetros de la legislación, pero no del estándar propuesto en este estudio.
Consejeros internos	
2008	2010
	En los documentos consultados no se detectaron referencias a la obligatoriedad firmada de que los consejeros internos se hagan legal y penalmente responsables, aunque el área de auditoría corporativa supervisa el cumplimiento del Código de Ética y propone sanciones de acuerdo con la falta incurrida. Además, existe el Comité de Revelación, que se encarga de certificar la información financiera emitida a terceros. El director de Auditoría corporativa no es miembro del CA, pero reporta directamente a su presidente y al Comité de Auditoría.
Comité de auditoría	
Antes de septiembre de 2008	2010
No existía un enfoque de monitoreo de riesgos.  No se sometían a la aprobación del CA los lineamientos generales del sistema de control interno. Sin embargo, desde 2004 se implementó un marco de control interno conforme a los modelos COSO (procesos de negocio) y COBIT (tecnologías de la información).	el Comité de Auditoría es presidido por un consejero independiente, considerado como experto financiero. La totalidad de los integrantes son consejeros independientes. Se delega al CA la evaluación y recomendación de contratar al auditor externo. el Comité de Auditoría da su opinión al CA sobre las políticas y criterios utilizados en la preparación de los informes financieros y la emisión de sus reportes. Auditoría corporativa tiene un programa de revisión de los procesos de negocios con un enfoque de monitoreo de riesgos, respecto del cual reporta al CA y al Comité de Auditoría. el Comité de Auditoría contribuye en la definición de los lineamientos generales de control interno y evalúa su efectividad. Anualmente, el Comité de Auditoría elabora un informe para el CA y la Asamblea de Accionistas.

## Cuadro V.6 (conclusión)

Comités de inversiones en activos financieros y de financiamiento corporativo	
2008	2010
No se contaba con un órgano intermedio dedicado a estas funciones. El área de Finanzas de la sociedad era la que asesoraba a los miembros del CA en materia de inversiones, financiamiento corporativo y utilización de derivados financieros.	El comité Ejecutivo se encarga de evaluar las políticas de inversión y financiamiento de la sociedad. Sin embargo, no es presidido por un consejero independiente, aunque forma parte del CA.
Comité de riesgos	
2008	2010
Las estrategias financieras para preservar el patrimonio de la empresa eran elaboradas por el área de finanzas de la sociedad. el Comité de Riesgos reportaba directamente al director general y lo conformaban funcionarios del área de finanzas, incluido el tesorero.	Los mecanismos de identificación, análisis, administración y control de riesgos a que está sujeta la sociedad son presentados por la dirección general al CA para su evaluación. Dichos mecanismos se preparan en el área de finanzas; no existe un comité de Riesgos como órgano intermedio.

### 3. La crisis financiera de 2008 y sus efectos en la situación financiera de COMERCI

En septiembre de 2008, COMERCI había implementado un plan de negocios basado en el fortalecimiento de su presencia en el mercado detallista —ocupaba el segundo lugar de importancia en participación de mercado después de Walmart México— e incursionaba con éxito en los formatos de tiendas de conveniencia (City Market) y restaurantes destinados al estrato de consumo medio (California) y alto (Beer Factory). Además, con Cotsco de México, ubicado en la primera posición en cuanto a tiendas de membrecía, había establecido una asociación exitosa con su contraparte estadounidense.

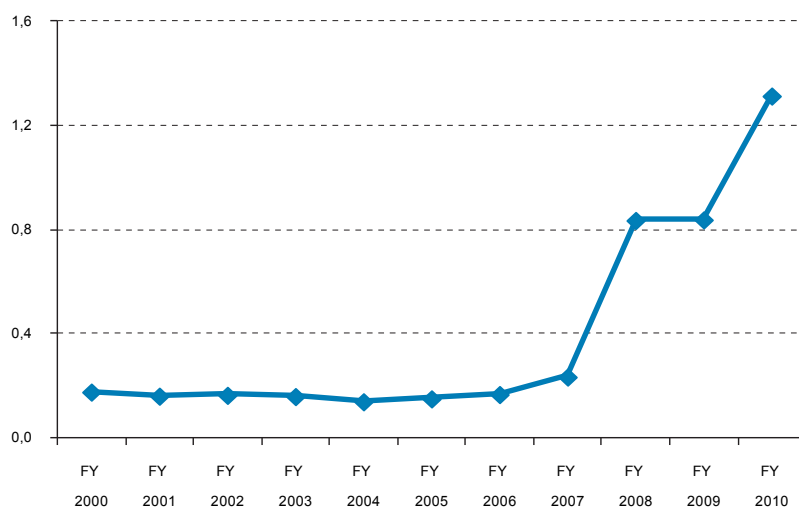
Tras la crisis financiera iniciada en 2008, todo este panorama cambió radicalmente. A diferencia de CEMEX, donde la estrategia de financiamiento y la priorización de proyectos con riesgos relacionados constituyeron el problema principal, en COMERCI fue la especulación con productos derivados ajenos al giro de negocios de la sociedad. Esto se tradujo en la “quiebra de la empresa” y una solicitud consensuada con los acreedores, mediante concurso mercantil, para reestructurar su deuda después de casi dos años de intensas negociaciones.

El problema fue que, al realizar operaciones con derivados, favorecidas por la fortaleza del peso, la tesorería de la Controladora rebasó lo que representaba un monto estrictamente necesario para cubrir su posición de riesgo producto de su operación normal y lo hizo utilizando estructuras que, por una parte, obligaban a honrar la posición corta y, por otra, significaban una pérdida mayor que la posible utilidad en caso de que el tipo de cambio se moviera en dirección contraria a la esperada.

En efecto, con la quiebra de Lehman Brothers y el consiguiente aumento de la aversión al riesgo en los flujos de capital internacional, las divisas de los países emergentes resultaron fuertemente afectadas. El peso mexicano, de niveles cercanos a 11,00 por dólar, aumentó en menos de un mes a niveles superiores a 15,00. Rápidamente, las posiciones de COMERCI generaron una pérdida cercana a los 2.000 millones de dólares. En octubre de 2008, la empresa decidió solicitar el concurso mercantil para la Controladora, pero no para sus subsidiarias, como forma de satisfacer a sus acreedores después de no hacer frente a los vencimientos de los cupones de emisión de bonos.

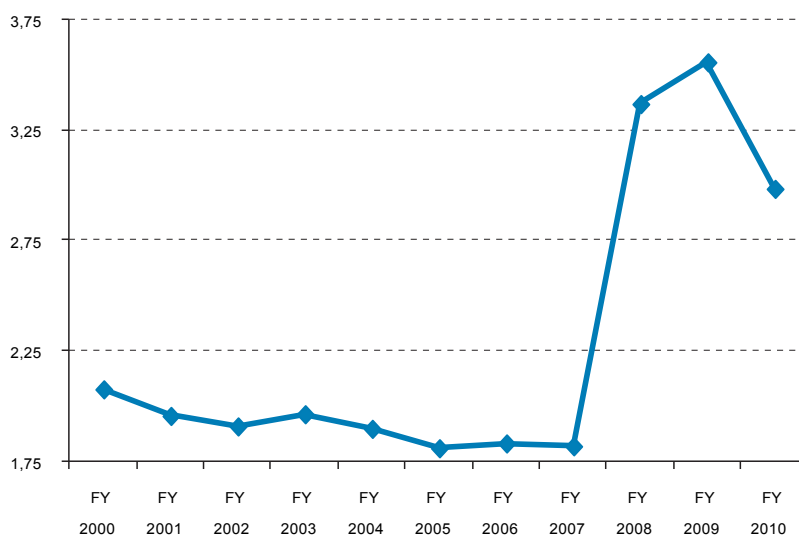
Las razones de falta de solvencia de la empresa aumentaron significativamente en 2008, como puede observarse en los gráficos V.18 y V.19, rebasando los niveles de capital de la sociedad y con un multiplicador de apalancamiento superior a 3,40 (véase el gráfico V.20), cuando en los años anteriores se había mantenido con tendencia decreciente y en niveles cercanos a 1,80.

**GRÁFICO V.18**  
**COMERCI: RAZÓN ENTRE DEUDA Y CAPITAL, 2000-2010**



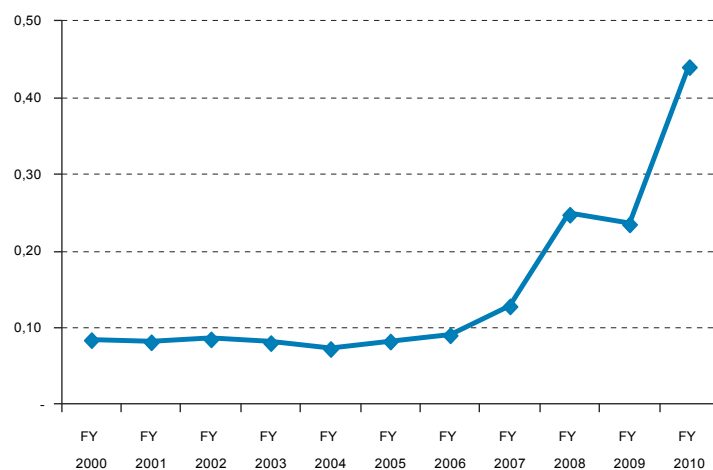
Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO V.19**  
**COMERCI: RAZÓN ENTRE ACTIVOS Y CAPITAL, 2000-2010**



Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO V.20**  
**COMERCI: RAZÓN ENTRE DEUDA Y ACTIVOS, 2000-2010**



Fuente: Bloomberg.

En el cuadro V.7 se observa la situación de apalancamiento excesivo con que COMERCI terminó el año 2008 respecto de sus principales competidores y las pérdidas originadas a causa de las operaciones de Tesorería de la empresa.

**CUADRO V.7**  
**MÉXICO: ANÁLISIS COMPARATIVO EMPRESAS DEL SECTOR COMERCIAL**

Relación	2008				2010			
	COMERCI	WALMEX	SORIANA	CHEDRAUI	COMERCI	WALMEX	SORIANA	CHEDRAUI
Deuda/capital	0,84	0,05	0,48	0,47	1,32	0,12	0,22	0,24
Deuda/activos	24,90	0,00	21,15	17,06	44,15	0,13	11,12	11,21
Activos/capital	3,37	1,59	2,28	2,75	2,98	1,59	1,99	2,12
EBIDA/intereses	4,16	#N/A	4,62	3,47	9,29	2891,15	12,74	6,47
ACP-INV/pasivo CP	0,08	0,45	0,13	0,18	0,41	0,56	0,18	0,35
ROE	-39,45	20,89	6,33	10,85	7,14	19,01	9,82	11,01

Fuente: Bloomberg.

La solicitud de concurso mercantil fue rechazada inicialmente porque la sociedad pedía el concurso debido a las pérdidas generadas mediante las operaciones de derivados, pero quería reservarse el derecho de no reconocer su validez.

Los efectos de este entorno para los inversionistas (accionistas y tenedores de bonos) fueron catastróficos. La acción de la empresa disminuyó a niveles inferiores a un peso (véase el gráfico V.21) y los cupones de los bonos fueron puestos en incumplimiento de pago (*default*) (véase el cuadro V.8) durante el período (octubre de 2008 a agosto de 2010) en que la sociedad tuvo que negociar con sus acreedores.

La alternativa fue buscar un concurso mercantil preacordado con los acreedores, esquema que se añadió a la ley correspondiente en diciembre de 2007. Finalmente, en agosto de 2010 se aceptó la solicitud presentada el 14 de julio del mismo año por la Controladora, con el apoyo del 98% de sus acreedores.

**GRÁFICO V.21**  
**COMERCI: PRECIO DE LAS ACCIONES, 2008-2010**



Fuente: Bloomberg.

**CUADRO V.8**  
**COMERCI: EMISIONES DE BONOS**

Fecha de emisión	Cupón	Fecha de vencimiento	Moneda	Monto emitido	Tipo de cupón	S&P Rating	Fitch Rating	Moody's Rating
08-12-2000	8	08/12/2010	MXN	172 900 000	DEFAULTED	mxAA	AA(mex)	
01-06-2005	6,625	01/06/2015	USD	200 000 000	DEFAULTED	D	CC	WR
01-06-2005	6,625	01/06/2015	USD	200 000 000	DEFAULTED	NR	WD	WR
16-02-2006	6,625	01/06/2015	USD	199 500 000	DEFAULTED			
12-10-2006	0	09/11/2006	MXN	300 000 000	ZERO COUPON	mxA-1+	F1+(mex)	
30-03-2007	8,7	30/03/2027	MXN	3 000 000 000	DEFAULTED	D	CC	WR
30-03-2007	8,7	30/03/2027	MXN	3 000 000 000	DEFAULTED			
04-05-2010	4,81	15/12/2016	MXN	1 457 244 400	FLOATING	mxD	D(mex)	
10-12-2010	9,25	30/06/2018	MXN	1 892 970 000	FIXED			
10-12-2010	9,25	30/06/2018	MXN	1 892 970 000	FIXED			Ba3
10-12-2010	7	30/06/2018	USD	223 900 000	FIXED			Ba3
10-12-2010	7	30/06/2018	USD	223 900 000	FIXED			Ba3
10-12-2010	7	30/06/2018	USD	223 900 000	FIXED			Ba3

Fuente: Bloomberg.

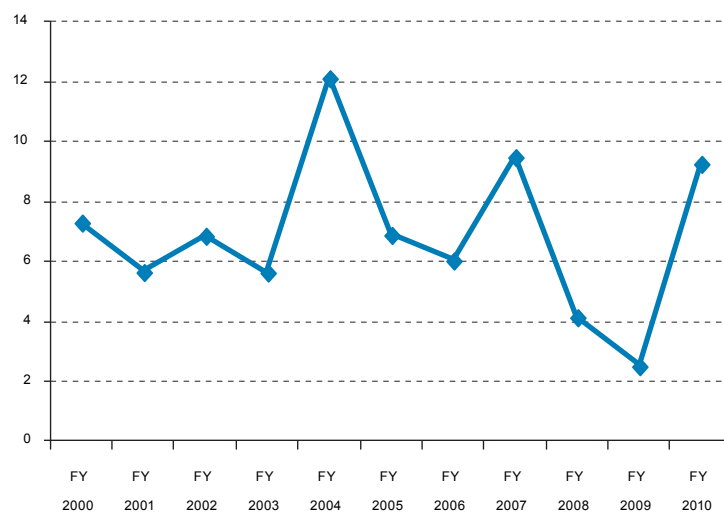
En noviembre de 2010, COMERCI salió del concurso mercantil con un monto de deuda de 19.247 millones de pesos y los siguientes acuerdos:

- i) La Controladora emitiría para su entrega y canje nuevos instrumentos de deuda bancaria y bursátil por un valor de 19.247 millones de pesos.
- ii) Debía hacer un pago en efectivo de 45 millones de dólares.
- iii) Negociación de dos líneas de crédito para “la Comer”, Cotsco o restaurantes California por \$3.644 millones de pesos.
- iv) Un aporte de 3.000 millones de pesos del banco de desarrollo NAFINSA para un fideicomiso de pago a los proveedores, teniendo como garantía los activos de las empresas inmobiliarias de la Controladora y sus subsidiarias.



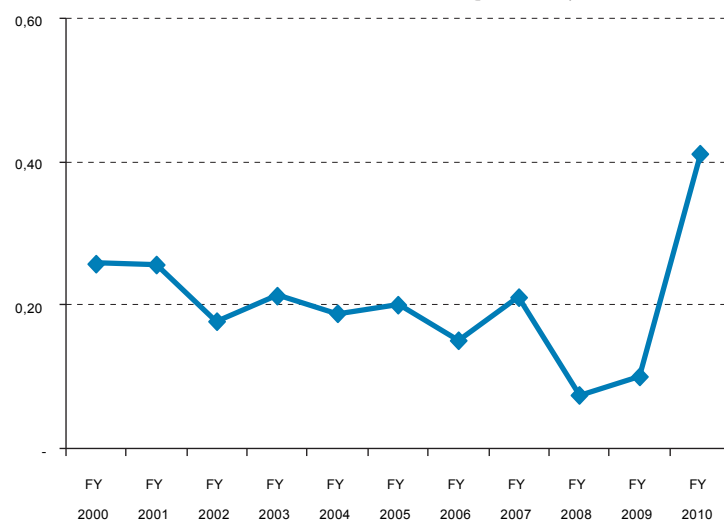
La situación de liquidez de la empresa durante los dos años de negociación con los acreedores fue muy crítica: la relación entre EBITDA y pago de intereses bajó desde niveles de 10x hasta solo 2x (véase el gráfico V.22) y su razón financiera de liquidez para capital de trabajo llegó a niveles cercanos a cero (véase el gráfico V.23).

**GRÁFICO V.22**  
**COMERCI: COBERTURA DE INTERESES, 2000-2010**



Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO V.23**  
**COMERCI: COEFICIENTE DE LIQUIDEZ, 2000-2010**



Fuente: Bloomberg.

En el cuadro V.7 se aprecian los indicadores de solvencia y liquidez de COMERCI en comparación con sus principales competidores en 2010, así como los altísimos niveles de apalancamiento y bajísimos indicadores de liquidez.

El caso de COMERCI representa un ejemplo extremo del problema de agencia entre accionistas y acreedores.

Es difícil determinar con exactitud si el tesorero de la empresa actuó sin informar al CA. Sin embargo, el hecho de que desde 2007 los estados financieros de la empresa mostraban utilidades importantes en materia de operaciones con instrumentos derivados (aproximadamente 300 millones de dólares) y que la cobertura de sus posiciones de riesgo en 2008 no implicaba una operación de la magnitud con que finalmente se actuó con los bancos involucrados, reflejan que no era un secreto. Posiblemente, en la instrumentación final hubo una discrecionalidad excesiva que no lo era tanto para un empleado de 15 años en la sociedad.

Los expertos calificaron este caso como un claro ejemplo de deficiencia en la implementación de los principios de GC (*Expansión*, diciembre 2008) y las autoridades, como el de una empresa que había realizado operaciones que no correspondían a su giro de negocios.

A fines de 2010, la sociedad reportó (Informe de responsabilidad social y sustentabilidad, 2010) una intención de fortalecer sus estándares de GC, obteniendo resultados interesantes en sus operaciones del primer semestre de 2011.

Sin embargo, su deuda al cierre de junio de 2011 continúa siendo de magnitud significativa (18.900 millones de pesos). Por ello, la estrategia será destinar el flujo de efectivo a reducirla y vender activos no estratégicos.

## **F. Estudio de caso Grupo Financiero BANORTE (GFNORTE)**

### **1. Introducción**

Grupo Financiero Banorte (GFNorte) surge con la legislación sobre agrupaciones financieras, en julio de 1992, y empieza a cotizar en la Bolsa Mexicana de Valores en octubre de ese año. Al cierre de 2010, tenía activos por 590.000 millones de dólares, 1.117 sucursales y aproximadamente 20.000 empleados. Su principal subsidiaria, Banco Mercantil del Norte (Banorte), representa el 96% de dichos activos y por el tamaño de su cartera de crédito se ubica en el sexto lugar de importancia del sistema bancario.

GFNorte es una empresa controladora de acciones de empresas que prestan servicios financieros. Dichas empresas son: Banco Mercantil del Norte (institución de crédito), Afore Banorte Generali (administradora de fondos para el retiro), Pensiones Banorte Generali (administradora de pensiones), Seguros Banorte Generali (aseguradora), Banorte Casa de Bolsa (casa de bolsa), Arrendadora y Factor Banorte (arrendamiento y factoraje) y Almacenadora Banorte (almacenadora). Además, en 2006 adquirió el 70% de INB Financial Corporation, una subsidiaria del International Bank de los Estados Unidos, por un valor de 259 millones de dólares.

### **2. Gobernanza corporativa**

GFNorte, a diferencia de los dos casos anteriores (CEMEX y COMERCI), tiene la reputación en el mercado de ser una empresa que cuenta con una sólida estructura de GC.

En un estudio reciente (Morgan Stanley, julio 2011) se definió como una de las empresas públicas con mejor GC, lo que se ha traducido en un comportamiento positivo de la cotización de sus acciones en los últimos años: de 14,37 pesos en marzo de 2009 alcanzó un nivel de 58,86 pesos en diciembre de 2010, lo que representa un 310% de crecimiento (véase el gráfico V.24).

**GRÁFICO V.24**  
**GFNORTE: PRECIO DE LAS ACCIONES, 2008-2010**



Fuente: Bloomberg.

En parte, sus atinadas decisiones estratégicas, la preparación de sus directivos y consejeros y las mejoras en materia de GC han permitido que GFNorte haya avanzado en su nivel de operaciones y en el reconocimiento de sus acreedores, depositantes e inversionistas.

En el cuadro V.9 se reseña el estatus actual de su GC, que muestra los avances logrados en el tema en los últimos años, tanto del Grupo como de su principal subsidiaria (Banco Mercantil del Norte). La descripción está enmarcada en los estándares definidos en el segundo capítulo de esta publicación. La fuente del análisis fueron los cuestionarios sobre cumplimiento de principios de GC que se entregan a la CNBV y los informes anuales de la empresa. Para estos efectos, se tomó la agrupación del apartado anterior.

**CUADRO V.9**  
**GFNORTE: ESTADO ACTUAL DE LA GOBERNANZA CORPORATIVA**

---

**Papel del Consejo de Administración (CA)**

---

GFNorte es una sociedad anónima bursátil (SAB) y, como tal, el CA cumple con las funciones definidas en el artículo 28 de la LMV, específicamente la definición de la estrategia del grupo financiero y sus subsidiarias. Para ello, se apoya en el Comité de Dirección, cuyo objetivo es precisamente tomar decisiones relacionadas con temas estratégicos y dar seguimiento a los asuntos más relevantes sobre el desempeño del Grupo y sus subsidiarias. Este comité está integrado por el presidente del CA, el director general del Grupo, el director general de Banca y el consejero suplente del director general en el CA.

El CA delega responsabilidades en el Comité de Auditoría y Prácticas Societarias, el Comité de Políticas de Riesgo, el Comité de Remuneración y el mencionado Comité de Dirección.

Además, la dirección general de GFNorte se apoya en 12 comités: Operación, Tecnología e Inversión, Seguridad, Central de Crédito, Central de Recuperación de Crédito, Activos y Pasivos, Mercado de Dinero y Tesorería, Inversiones en Instrumentos Financieros, Comunicación y Control, Negocios Fiduciarios, Proyectos de Inversión e Integridad.

---

**Estructura del Consejo de Administración**

---

GFNorte cuenta actualmente con 16 consejeros, cuatro patrimoniales, tres relacionados y siete independientes (44%); también hay 13 suplentes.

---

**Papel del Presidente del Consejo de Administración**

---

GFNorte es de los pocos corporativos que cotizan en bolsa que tienen un presidente del CA externo e independiente; el Licenciado Roberto González Barrera mantiene el puesto de presidente del Consejo vitalicio.

---

(continúa)

## Cuadro IV. 9 (conclusión)

**Selección de consejeros**

La selección de consejeros externos que ha realizado GFNorte en los últimos años se caracteriza por considerar funcionarios que han ocupado puestos destacados en la administración pública. El caso más relevante es el del actual Presidente del CA y exgobernador del Banco Central. También el director general y cuando menos tres consejeros independientes tuvieron cargos anteriores a nivel de Secretario, Presidente de la CNBV, o ambos.

El material que se revisa en cada sesión del CA es distribuido a los miembros con al menos cinco días de anticipación, sin que ello implique que los consejeros no puedan acceder a la información que consideren conveniente contactando a los directivos relevantes.

**Consejeros externos**

Los consejeros comunican al CA cualquier situación en la que exista o pueda derivarse un conflicto de interés, absteniéndose de participar en la deliberación correspondiente.

El número de consejeros independientes representa el 44% del número total de consejeros; considerando los patrimoniales, el porcentaje aumenta al 60%.

**Consejeros internos**

No se informa explícitamente si los consejeros internos firman como responsables de la información que difundan, aunque en el informe anual del director general el auditor externo valida la confiabilidad de la información financiera.

El director general de Auditoría no forma parte del CA, aunque mantiene una comunicación estrecha con el Comité de Auditoría; no se menciona si le reporta directamente.

**Comité de Auditoría**

el Comité de Auditoría y Prácticas Societarias está presidido y conformado en su totalidad por consejeros independientes.

Entre las funciones del Comité se señalan la de proponer la contratación del auditor externo y aprobar los programas de auditoría interna y externa.

El Comité puede:

- i) Requerir de los directivos relevantes y demás empleados de la sociedad y sus filiales reportes relativos a la elaboración de la información financiera y de cualquier otro tipo que estime necesario.
- ii) Los riesgos son reportados por el Comité de Políticas de Riesgos.
- iii) Opinar sobre el informe del director general en cuanto a desempeño de la sociedad y sus subsidiarias; sobre políticas y criterios contables, su consistencia y razonabilidad de la información financiera.
- iv) Se encarga de reportar la evaluación del desempeño de los directivos relevantes.

El Comité elabora anualmente un informe sobre el estado que guarda el sistema de control interno.

**Comité de Inversiones en Activos Financieros y de Financiamiento Corporativo**

EL CA aprueba anualmente el programa de inversión y financiamiento. Dado que no existe un órgano intermedio específico para tales efectos, no se involucra a los consejeros independientes en los trabajos previos a la autorización.

La Dirección General de Planeación y Finanzas presenta al CA, por medio de la dirección general, el sustento estratégico para la planificación a largo plazo y su evaluación periódica, a fin de que sea evaluada y aprobada.

Las políticas que presenta el director general al CA sobre manejo de tesorería, contratación de productos financieros derivados, inversión en activos y contratación de pasivos las elabora la dirección general de Planeación y Finanzas con el apoyo de los Comités de Mercado de Dinero y Tesorería, de Inversiones en Instrumentos Financieros y de Activos y Pasivos.

**Comité de Riesgos**

Como entidad financiera, GFNorte tiene una regulación específica en materia de riesgos financieros y operativos por medio de sus subsidiarias, específicamente la institución de crédito, la AFORE y la aseguradora.

El grupo financiero se apoya en un comité intermedio de Políticas de riesgo, presidido por un consejero independiente y siete miembros, tres consejeros independientes, el director general y tres directivos relevantes (los directores generales de la AFORE, de Mercados Globales y de Arrendadora y Factoraje). El secretario es el Director General de Administración de Riesgos.

El objetivo principal del Comité es administrar los riesgos a que están expuestas la institución y sus subsidiarias. Entre otras funciones, propone al CA las políticas de administración integral de riesgos y los límites globales de los distintos tipos de riesgos.

La Dirección General de Planeación y Finanzas, en coordinación con la dirección general de Administración de Riesgos, evalúa los riesgos a que está sujeta la sociedad y los somete a consideración del Comité de Políticas de Riesgo para su autorización.

Para determinar los parámetros de riesgo se cuenta con modelos financieros de simulación y los principales mecanismos para la evaluación y control de riesgos de las inversiones. El manejo de los financiamientos está a cargo de los Comités de Políticas de riesgo, Crédito, Activos y pasivos e Inversiones.

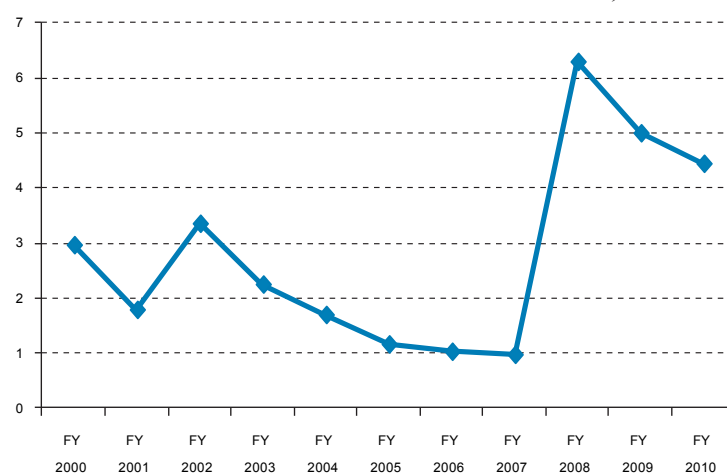
Fuente: Elaboración propia.

### 3. La Crisis financiera de 2008 y sus efectos en el desempeño de GFNorte

La crisis de finales de 2008 afectó directamente a las instituciones financieras, debido a su posición en instrumentos respaldados por hipotecas de los Estados Unidos, y de manera indirecta a otras por su exposición crediticia a sectores cíclicos en un entorno de fuerte recesión económica.

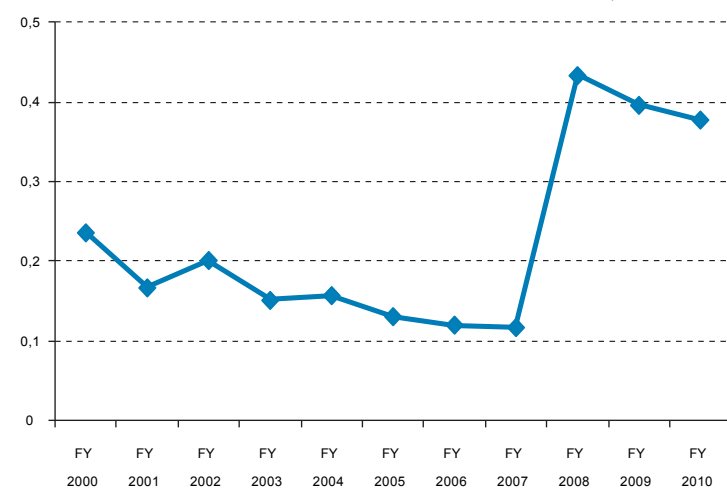
En el caso de GFNorte, el manejo de su endeudamiento fue muy prudente y difirió las adquisiciones para momentos oportunos de precio, contexto económico, o ambos. Sus razones de deuda (sin depósitos) respecto de capital y activos se muestran en los gráficos V.25, V.26 y V.27).

**GRÁFICO V.25**  
**GFNORTE: RAZÓN ENTRE DEUDA Y CAPITAL, 2000-2010**



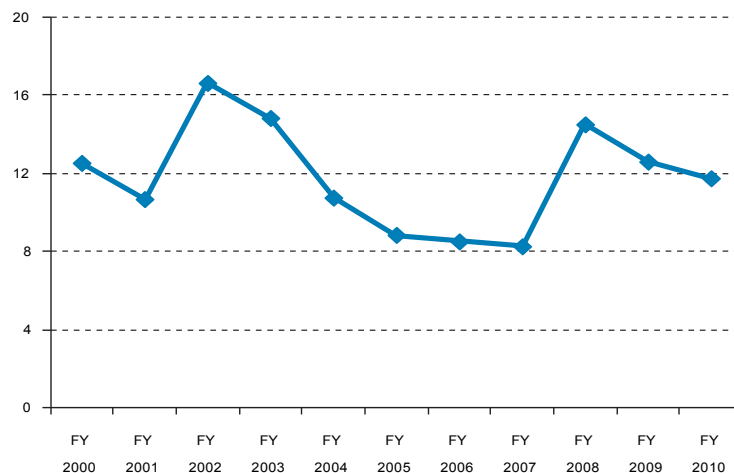
Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO V.26**  
**GFNORTE: RAZÓN ENTRE DEUDA Y ACTIVOS, 2000-2010**



Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO V.27**  
**GFNORTE: RAZÓN ENTRE ACTIVOS Y CAPITAL, 2000-2010**



Fuente: Bloomberg.

La razón de solvencia a largo plazo subió significativamente en 2008, de 1x a 6x, pero después mantuvo una tendencia decreciente y se situó en los niveles de 2002. El grado de apalancamiento medido por el multiplicador disminuyó también de manera prudencial después de 2008.

Respecto del otro grupo financiero que cotiza en la Bolsa Mexicana de Valores, GFInbursa, el cuadro V.10 muestra que existen diferencias importantes en sus indicadores de endeudamiento, aunque son explicables debido a las adquisiciones que GFNorte ha realizado en los últimos años. No obstante, la tendencia es a la baja, sin una merma importante de rentabilidad.

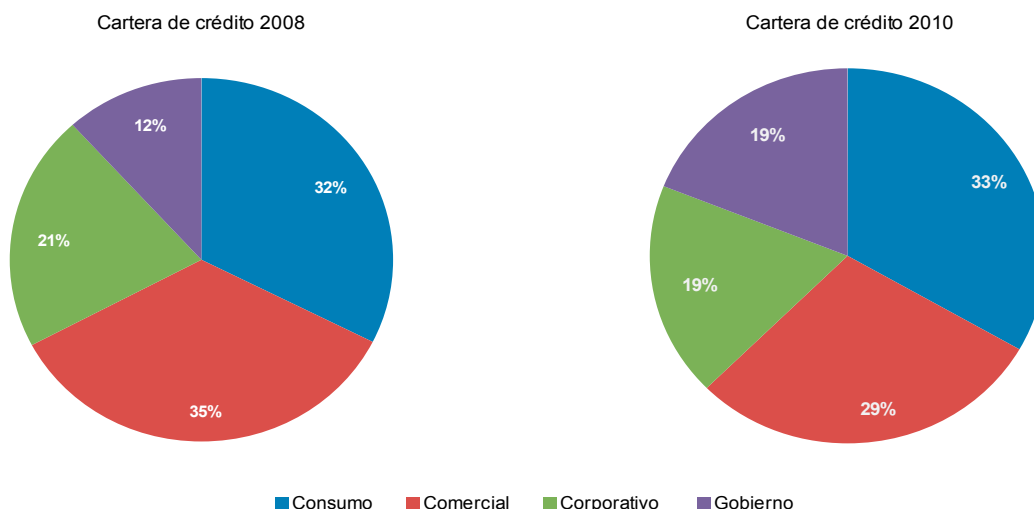
**CUADRO V.10**  
**MÉXICO: ANÁLISIS COMPARATIVO EMPRESAS FINANCIERAS**

RATIO	2008		2010	
	BANORTE	INBURSA	BANORTE	INBURSA
Deuda/Activos	43,33	0,85	37,76	4,90
Activos/Capital	14,52	4,18	11,76	3,88
ROE	19,78	7,34	15,33	12,03

Fuente: Bloomberg.

La exposición por sector económico también mostró un manejo con criterios de diversificación. En diciembre de 2008, solo el 21% de la cartera vigente estaba orientada al sector corporativo; en 2010 este porcentaje fue del 18% (véase el gráfico V.28).

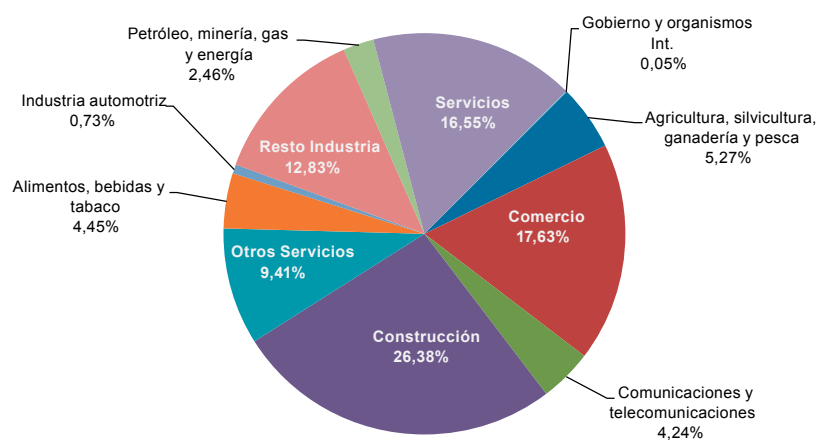
**GRÁFICO V.28**  
**GFNORTE: CARTERA DE CRÉDITO, 2008 Y 2010**



Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

En cuanto al crédito vigente por sector económico, solo el 27% estaba orientado a los sectores construcción y automotor, los más afectados por su apalancamiento operativo (véase el gráfico V.29)

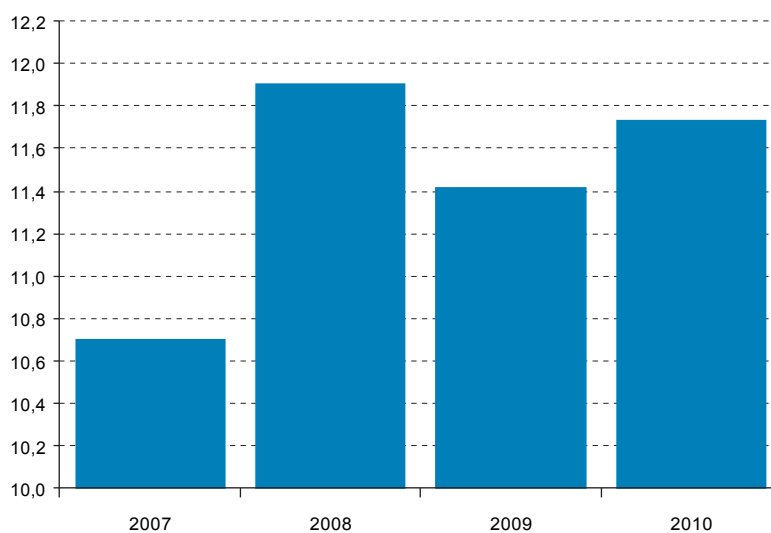
**GRÁFICO V.29**  
**GFNORTE: CRÉDITO A LAS EMPRESAS SEGÚN ACTIVIDAD ECONÓMICA, 2009**



Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

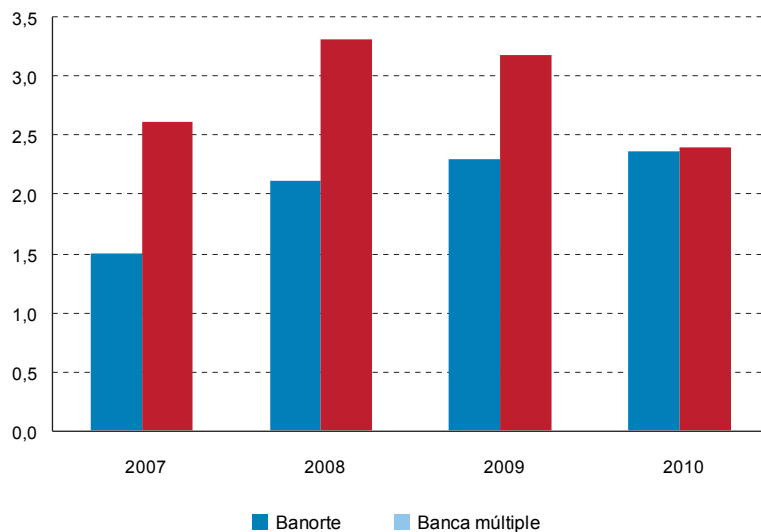
La participación de mercado de GFNorte se mantuvo prácticamente sin variaciones (véase el gráfico V.30), con un índice de cartera vencida inferior al mercado (véase el gráfico V.31).

**GRÁFICO V.30**  
**GFNORTE: PARTICIPACIÓN DE MERCADO, 2007-2010**  
*(En porcentajes)*



Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

**GRÁFICO V.31**  
**GFNORTE: CARTERA VENCIDA, 2007-2010**  
*(En porcentajes cartera vigente)*



Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Más allá de la consabida frase de que la crisis representó una oportunidad, GFNorte ha avanzado de manera importante en cuanto a profesionalización y posicionamiento corporativo en un entorno de negocios complicado no solo a nivel nacional, sino particularmente en los mercados

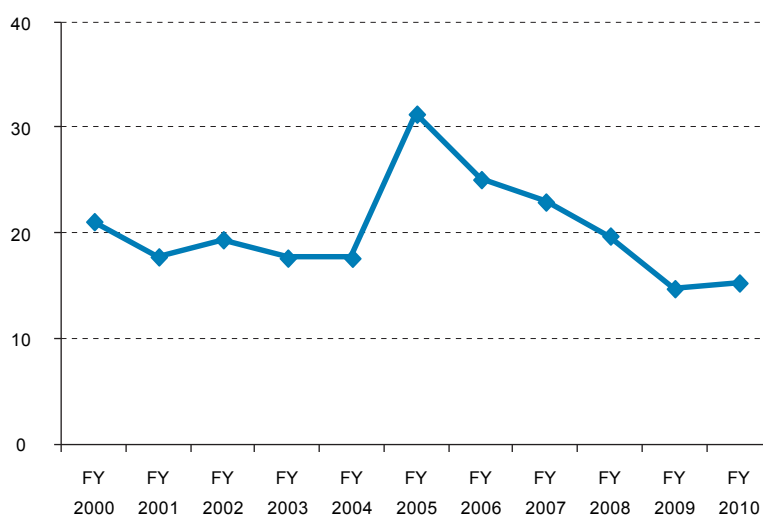


globales. En este proceso, el avance en materia de GC ha sido un factor difícil de ponderar, pero que no puede soslayarse. Al respecto, cabe mencionar lo siguiente:

- i) Su GC representa un modelo que, aprovechando la contribución de los organismos privados (CCE) y retomada por los reguladores (LMV), ha significado un avance sustancial en términos de la “cultura empresarial mexicana”, sesgada hacia un enfoque de empresa familiar.
- ii) Dado su carácter financiero, los comités de apoyo al CA que tienen una relevancia en los resultados de la exposición de activos y pasivos en cualquier empresa, como es el Comité de Riesgos, en GFNorte y sus subsidiarias han desempeñado un rol fundamental.
- iii) La oportunidad de crecimiento orgánico de los negocios ha sido aprovechada en distintos sectores. En 2009, GFNorte compró las AFORE de IXE, “Ahora” del Grupo Monex y Argos, incrementando su participación de mercado desde la décima hasta la séptima posición en ese segmento. En 2011 se concretó la fusión con la AFORE del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS), con lo que se situó en el cuarto lugar del mercado según activos administrados y en el primer lugar por número de afiliados.
- iv) En marzo de 2011 se concretó el convenio de fusión de Banorte con Banco IXE, acordado en diciembre de 2010, lo que en términos del negocio bancario implicó que se ubicara en el tercer lugar de importancia después del Banco Nacional de México (Banamex) y BBVA.

Finalmente, en todo este contexto, la rentabilidad de los recursos propios (ROE, por sus siglas en inglés), después de un ajuste por la disminución del apalancamiento en los últimos años, retoma su crecimiento en 2010 (véase el gráfico V.32).

**GRÁFICO V.32**  
**GFNORTE: RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS (ROE), 2000-2010**



Fuente: Bloomberg.

## **G. Estudio de caso Petróleos Mexicanos (PEMEX)**

### **1. Introducción**

Petróleos Mexicanos (PEMEX) es la principal empresa paraestatal de México. Fue creada en 1938 como resultado de la nacionalización de las compañías extranjeras que operaban ese año en el país y se encarga de las actividades de exploración y explotación de petróleo, demás hidrocarburos y la petroquímica básica.

Cuenta con cuatro organismos subsidiarios (OS) que, al igual que PEMEX, son entidades descentralizadas de la administración pública federal. Ellos son: PEMEX Exploración y Producción (PMEP), PEMEX Refinación (PMR), PEMEX Gas y Petroquímica Básica (PMGPB) y PEMEX Petroquímica (PMPQ). Además, tiene varias filiales, de las cuales la más relevante es PEMEX Internacional (PMI).

Al cierre de 2010, PEMEX consolidó activos por un valor de 1.392.300 de pesos, su nivel de ventas fue del orden de 1.356.600 de pesos y proporcionó empleo a cerca de 140.000 trabajadores. Su patrimonio (capital social) en 2010 fue negativo y alcanzó un monto de 113.800 millones de pesos. Al respecto, es importante destacar el rol que juega la generación de ingresos respecto de los ingresos públicos en general, lo que provoca sistemáticamente resultados netos negativos a la empresa y, por tanto, un deterioro de su patrimonio.

Las ingresos de PEMEX y sus OS han desempeñado un rol importantísimo en la generación de recursos para el gobierno a través de derechos e impuestos, que representan continuamente un monto superior a sus utilidades. Por ejemplo, en 2010 tuvo una utilidad antes de impuestos de 606.700 millones de pesos y pagó impuestos y derechos por 654.100 millones (20% más que en 2009), originando una utilidad neta negativa de 47.400 millones de pesos.

Además, hasta 2008 los recursos de inversión de PEMEX y sus OS estaban sujetos a la disponibilidad de recursos del presupuesto público. A partir de la reforma petrolera de 2008, descrita más adelante, el gobierno federal promulgó cambios en el régimen fiscal de PEMEX tendientes a fortalecer las finanzas de la empresa.

El cambio más importante en ese sentido fue excluir el gasto de inversión de la empresa y sus OS de la contabilización de las finanzas públicas, de manera que la empresa pudiera tener una gestión más independiente de sus decisiones de inversión, ajena a las metas presupuestales del gobierno federal.

Sin embargo, el pago de impuestos vía ingresos petroleros continúa siendo un factor de peso para las finanzas de la empresa y representa cerca de un tercio de los ingresos tributarios del sector público.

### **2. La reforma petrolera de 2008 y la gobernanza corporativa**

En 2008, el Senado autorizó la reforma petrolera enviada por el Ejecutivo con el propósito de fortalecer la GC y las finanzas y operatividad de PEMEX y de sus organismos subsidiarios. En términos generales, la reforma estableció los siguientes puntos:

- a) Planeación y presupuesto. El objetivo de la reforma es dotar de mayor autonomía operativa a PEMEX y sus OS. Se autoriza la formulación de un programa financiero propio, congruente con los parámetros de la cuenta pública, y la autonomía presupuestal en situaciones de utilidades superiores a las estimadas con el compromiso de no aumentar el gasto en servicios personales (plazas, pensiones).

- b) **Financiamiento.** Mayor autonomía y opciones en materia de financiamiento. PEMEX puede buscar opciones de financiamiento internacional congruentes con la deuda pública y sin comprometer los recursos de hidrocarburos. Por otra parte, se autoriza la creación de los bonos ciudadanos, títulos de deuda de PEMEX con rendimiento ligado a su desempeño financiero y que pueden ser adquiridos por el público inversionista nacional.
- c) **Régimen fiscal.** Se excluye el gasto de inversión de PEMEX y sus OS del registro de las finanzas públicas y se ajustan a la baja las tasas de derechos sobre los hidrocarburos.
- d) **Perforación y exploración.** Se fortalecen técnicamente las actividades de perforación y exploración mediante la creación de la Comisión Nacional de Hidrocarburos (CNH), un órgano autónomo de la Secretaría de Energía de México (SENER), con el propósito de regular y supervisar la exploración y producción de hidrocarburos de conformidad con los lineamientos de las mejores prácticas internacionales. Por otra parte, se autorizan los contratos incentivados, esto es, la posibilidad de que las actividades sustantivas de PEMEX puedan realizarse mediante contratos donde se alineen los intereses de los contratistas y de la empresa mediante incentivos pagados en efectivo. Por tanto, si un contratista logra mayor producción o menores costos recibe un pago preestablecido en efectivo por barril extraído.
- e) **Adquisiciones.** Se incrementan los requisitos de contenido nacional para incorporar a los proveedores y contratistas nacionales a las adquisiciones de la empresa y sus OS. También se establece un régimen dual en virtud del cual las actividades sustantivas (perforación de pozos, mantenimiento de plataformas y otros) se distinguen de las no sustantivas (materiales de oficina, construcción de edificios y otros), para las cuales existe mayor discrecionalidad.
- f) **Comisión Reguladora de Energía (CRE).** Se mantiene la CRE como órgano desconcentrado de la SENER con la función específica de regular las ventas de gas natural y la distribución, transporte y almacenamiento de gas y productos refinados.

Desde el punto de vista de la GC, la reforma constituyó un paso importante en el intento por acercar más a PEMEX y sus OS a las prácticas internacionales (OCDE, 2005).

#### Papel del CA:

- i) Las atribuciones del CA se especificaron exhaustivamente en la Ley de Petróleos Mexicanos (LPM), artículo 19.
- ii) Para cada organismo subsidiario se establece un CA específico, presidido por el director general.
- iii) Se establece la existencia obligatoria de siete comités, independientemente de los adicionales que el CA proponga, a saber: Auditoría y Evaluación del Desempeño; Estrategia e Inversiones; Remuneraciones; Adquisiciones, Arrendamientos, Obras y Servicios; Medio Ambiente y Desarrollo Sustentable; Transparencia y Rendición de Cuentas y Desarrollo e Investigación Tecnológica.

#### Estructura del CA:

- i) Se aumentó el número de consejeros a 15, con la incorporación de cuatro consejeros profesionales, manteniendo seis consejeros representantes del Estado (Secretario de la SENER, Secretario de Hacienda y Crédito Público, un Subsecretario de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), el Secretario de Economía, el Secretario de la Función Pública y el Jefe de la Oficina de la Presidencia) y cinco representantes del Sindicato de Trabajadores Petroleros de la República Mexicana (STPRM).

- ii) Cada CA de los organismos subsidiarios tiene ocho miembros, a excepción de PMI, que tiene 12. Entre los consejeros se cuentan funcionarios de PEMEX, consejeros representantes del Estado y al menos dos consejeros profesionales (que pueden o no ser los del propio CA de PEMEX). Siempre el número de representantes del Estado superará al de consejeros profesionales.

Papel y selección de consejeros:

- i) Los consejeros profesionales son propuestos por el Ejecutivo y ratificados por el Congreso.
- ii) Dos de los consejeros representantes del Estado (el secretario de la SENER y el de la SHCP) se dan implícitamente por ley (la LPM y la Ley de entidades paraestatales); los otros cuatro son designados por el Ejecutivo.
- iii) Los cinco representantes del STPRM deben ser activos, designados por el propio sindicato y no pueden participar en ningún comité ni en el CA de ningún organismo subsidiario de PEMEX.

Comités corporativos:

- i) el Comité de Auditoría interna se transformó en comité de Auditoría y evaluación del desempeño y se le añadieron los otros seis comités obligatorios antes descritos.
- ii) Se establece un comité de Rendición de cuentas para reforzar el nivel de vigilancia de PEMEX y sus OS, que está conformado por el comisario del CA, el órgano de control interno, el auditor interno, el auditor externo y la Auditoría Superior de la Federación.
- iii) Cada comité corporativo está integrado al menos por tres miembros y es presidido por uno de los cuatro consejeros profesionales.
- iv) Cada OS podrá tener sus propios comités.

### **3. La gobernanza corporativa en PEMEX**

A diferencia de otras experiencias en América Latina, particularmente PETROBRAS del Brasil y ECOPETROL de Colombia, PEMEX no es una empresa que cotice en bolsa, sino una paraestatal que indirectamente supervisa el gobierno federal y que forma parte del sector público.

Sus criterios de GC difieren en algunos aspectos respecto de los corporativos privados. Las directrices sobre ese tipo de empresas se reseñan en un documento de la OCDE (2005) en que complementa sus propuestas para las empresas privadas (OCDE, 2004) y que se describe en el segundo capítulo de esta publicación. Las recomendaciones para las empresas estatales se resumen en las pautas siguientes:

- i) Debe establecerse un marco legal y regulador claro para la actuación de las empresas estatales, para lo cual debe existir una separación patente entre los diferentes papeles que el Estado ejerce en los mercados donde participa como propietario.
- ii) El Estado como accionista mayoritario o total deberá cumplir sus funciones de propietario de manera activa y clara en cuanto a definición de políticas y temas estratégicos.
- iii) En el caso de las empresas estatales con otro(s) accionista(s), deberá asegurarse un trato equitativo para todos los accionistas.
- iv) Las empresas estatales deberán tener los mismos criterios de transparencia de las empresas que cotizan en bolsa, divulgando oportunamente la información relevante sobre el desempeño financiero y operativo de la empresa.

- v) El CA tendrá por función primordial la realización de los objetivos establecidos por el Estado, aprobando estrategias corporativas y su implementación.
- vi) Es preciso dotar al CA del poder necesario para manejar la gestión de la empresa de manera independiente a la política de gobierno.
- vii) La Administración tendrá por función la responsabilidad ante el CA del cumplimiento de las estrategias corporativas.

El marco legal de referencia de la gobernanza de PEMEX se encuentra en la LPM, la Ley Orgánica de la Administración Pública Federal, la Ley federal de entidades paraestatales y la Ley SOX de los Estados Unidos debido a la colocación de eurobonos en dólares en la bolsa de ese país.

En el cuadro V.11 se presenta una comparación entre los estándares definidos en el segundo capítulo y su observancia en 2010, ya que la gran mayoría de las propuestas sobre GC se implementaron durante 2009 y 2010, después de la publicación de la LPM de noviembre de 2008. La fuente del análisis fueron los cuestionarios sobre cumplimiento de los principios de GC que se entregan a la CNBV, el informe anual de la empresa y sus OS y la propia LPM. Para estos efectos, se tomó la agrupación del tercer apartado.

#### **CUADRO V.11 PEMEX: CUMPLIMIENTO DE LOS ESTÁNDARES DE GOBERNANZA CORPORATIVA**

<b>Papel del Consejo de Administración</b>
<b>2010</b>
En el artículo 19 de la LPM se establece como atribución fundamental del CA la conducción central y la dirección estratégica de PEMEX y sus organismos subsidiarios (OS).
En cuanto a la información, en términos generales el Comité de Transparencia y Rendición de Cuentas tiene como una de sus principales funciones proponer al CA los criterios para determinar la información sobre PEMEX y sus OS, las normas y, en su caso, las recomendaciones de divulgación.
En términos de inversión, la información sobre activos y carteras la elabora el Comité de Estrategias e Inversión. Finalmente, la de financiamiento se entrega a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), como se mencionará más adelante.
El CA se apoya actualmente en los siete comités antes mencionados con una delegación total, ya que PEMEX funciona como una controladora de sus OS que, finalmente, son los que desempeñan las funciones operativas de la empresa.
<b>Estructura del Consejo de Administración</b>
<b>2010</b>
PEMEX cuenta con 15 consejeros propietarios, de los cuales seis son representantes del Estado (secretarios, subsecretarios o ambos) designados por el Ejecutivo Federal. Cinco son representantes activos del Sindicato de Trabajadores Petroleros de la República Mexicana (STPRM) y cuatro consejeros profesionales designados por el Ejecutivo Federal que se desempeñan como servidores públicos.
En este caso podría considerarse que los seis representantes del Estado y los cuatro profesionales son externos y que estos últimos se asimilan al concepto de consejeros independientes. Aunque sea el Senado quien apruebe a los candidatos, ello genera una “deuda” del consejero con alguno de los partidos representados en el Senado.
<b>Papel del presidente del Consejo de Administración</b>
<b>2010</b>
Con la reforma petrolera se mantuvo la presidencia del CA de PEMEX en el responsable de la Secretaría de Energía (SENER), uno de los consejeros representantes del Estado.

(continúa)

Cuadro V.11 (continuación)

<b>Selección de consejeros</b>
<b>2010</b>
En el artículo 11 de la LPM se establecen los siguientes criterios para seleccionar a los consejeros profesionales (en nuestros términos, independientes):
<ul style="list-style-type: none"> <li>i) Ser ciudadanos mexicanos.</li> <li>ii) Ser profesionales en derecho, economía, ingeniería, administración pública, contaduría o materias afines a la industria energética.</li> <li>iii) Tener diez años de experiencia profesional o académica en áreas afines a las funciones inherentes a su cargo.</li> <li>iv) No tener vínculos con partidos políticos durante los tres años anteriores a su designación.</li> </ul>
Estos consejeros son nombrados por seis años en forma escalonada, con posibilidad de repetirse una sola vez. No podrán tener suplentes y se les dota de un equipo de apoyo y una remuneración específica, equivalente a la de los directivos de primer nivel de la empresa.
<b>2010</b>
En el artículo 20, la LPM establece que los miembros del CA podrán solicitar, por medio del director general, la información necesaria para la toma de decisiones.
<b>Consejeros externos</b>
<b>2010</b>
En el cuestionario sobre GC entregado a la CNBV, se afirma que los consejeros comunican al presidente del CA y al secretario cualquier conflicto de interés, absteniéndose de votar en tal situación. Sin embargo, dada la conformación de los consejeros, cada grupo representado en el CA tiene incentivos “naturales” para defender sus propios intereses.
El número de consejeros independientes (profesionales) representa el 27% del total de consejeros.
<b>Consejeros internos</b>
<b>2010</b>
Los únicos consejeros realmente internos son los cinco representantes del STPRM.
No obstante, en su artículo 21 la LPM establece que los directivos y empleados provean al CA de información, así como la obligación de suscribirla como responsables de su contenido y elaboración. Al colocar papeles de deuda en los Estados Unidos se adoptan los requisitos de validación de información de la Ley Sarbanes-Oxley (SOX) ante la Securities and Exchange Commission (SEC).
En cuanto a la responsabilidad legal de los consejeros, de no cumplirse con los criterios de diligencia y lealtad descritos en los artículos 36 y 37 de la LPM, los artículos 40 y 41 establecen posibilidades de indemnización, acciones penales y separación del cargo. Es importante mencionar que los consejeros representantes del Estado y los profesionales están sujetos a la Ley de servidores públicos.
El director de Auditoría interna no es miembro del CA de PEMEX y reporta directamente ante la Secretaría de la Función Pública.
<b>Comité de Auditoría</b>
<b>2010</b>
En el artículo 23 de la LPM se establece que el Comité de Auditoría y evaluación del desempeño debe estar conformado exclusivamente por tres consejeros profesionales (independientes) y presidido por uno de ellos de manera rotativa.
También en el artículo 23 se establece que corresponde a dicho Comité designar, supervisar y evaluar al auditor externo; emitir opinión sobre el dictamen a los estados financieros; verificar la suficiencia de la información; proponer al CA los lineamientos del sistema de control interno y sus adecuaciones; establecer un sistema de administración de riesgos y requerir en cualquier momento las investigaciones y auditorías que estime necesarias con apoyo del auditor externo y el órgano de control interno.
Desde 2009 se estableció un proyecto de implementación de controles operativos financieros para incorporar las reglas de negocio del proceso financiero en las aplicaciones tecnológicas donde se genera la información financiera.

Cuadro V.11 (conclusión)

<b>Comité de Inversiones en Activos Financieros</b>
<b>2010</b>
el Comité de Estrategia e Inversiones debe ser presidido por un consejero profesional (independiente) y sus funciones principales son el análisis del plan de negocios, definición de la cartera de inversiones y evaluación y seguimiento del programa.
<b>Comité de Financiamiento corporativo</b>
<b>2010</b>
No existe un Comité de Financiamiento Corporativo: el rol lo asume directamente la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.
PEMEX debe enviar sus propuestas de financiamiento a la SHCP para que se incluyan en el programa financiero que marca la Ley general de deuda pública, sujeto al techo global anual de financiamiento que aprueba el Congreso de la Unión.
El artículo 44 de la LPM dice que las obligaciones de deuda pública de PEMEX y sus OS no implicarán a sus tenedores derechos sobre la propiedad, control o patrimonio de PEMEX, ni sobre el dominio y la explotación de la industria petrolera estatal. Asimismo, se aclara que la deuda pública de PEMEX no está garantizada por el Estado mexicano.
En su artículo 46, la LPM establece que el director general de PEMEX dará aviso a la SHCP con al menos 15 días hábiles de anticipación sobre cada operación de deuda pública que se pretenda realizar. La SHCP podrá, considerando los efectos del costo de la emisión en el financiamiento y la disponibilidad de fuentes de recursos del sector público, ordenar que no se realice la emisión.
Respecto de los bonos ciudadanos, la LPM establece que corresponderá a la SHCP establecer las formas de adquisición, mecánica de operación y supervisión para evitar una concentración mayor al 0,1% de tenedores habilitados para su adquisición.
Finalmente, el Comité de Recursos financieros, creado en febrero de 2010 y presidido por el director corporativo de finanzas, es el encargado de autorizar los contratos de contrapartes.
<b>Comité de Riesgos</b>
<b>2010</b>
No existe mención específica de este comité en la LPM como comité corporativo. Solo se encuentra referenciada la administración de riesgos como función específica del Comité de Auditoría y Evaluación del Desempeño en el numeral IX del artículo 23.
Sin embargo, en febrero de 2010 el CA autorizó la creación del Comité de Riesgos Financieros como órgano colegiado de consulta, orientado a emitir opinión y decisión en materia de riesgos financieros, y en agosto de 2010 se aprobaron las políticas generales de administración de riesgos de mercado para PEMEX y sus OS (dejando sin efecto las autorizadas en mayo de 2003).
El Comité es presidido por el director corporativo de finanzas, en tanto que el titular del área de riesgos de la empresa es el responsable de la Subdirección de Riesgos, adscrita a la Dirección Corporativa de Finanzas.

Fuente: Elaboración propia.

## 4. PEMEX y el mercado de deuda

PEMEX es uno de los principales emisores de deuda en el mercado nacional. Como se muestra en el gráfico V.4 del segundo apartado, ocupa el segundo lugar de importancia después de BANOBRAS, representando aproximadamente el 10% del total de la deuda corporativa en circulación al cierre de 2010. No obstante, a nivel de colocaciones de deuda en el extranjero (eurobonos), PEMEX se sitúa en primera posición entre los corporativos, con un 43% del total (véase el cuadro V.12).

**CUADRO V.12**  
**MÉXICO: EMISIONES PRIVADAS**

Empresa	Monto Emitido (en pesos)	Participación (en porcentajes)
BIO PAPPEL SAB DE CV	5 519 211	0,01
BANCA MIFEL SA	100 000 000	0,23
MAXCOM TELECOMUNICACIONES	175 000 000	0,40
ALESTRA SA DE RL DE CV	194 400 000	0,44
GRUPO FAMSA SA DE CV	200 000 000	0,45
FINANCIERA INDEPENDENCIA	200 000 000	0,45
GRUPO POSADAS SAB CV	200 000 000	0,45
CREDITO REAL SA	210 000 000	0,47
SERVICIOS CORP JAVER SAP	210 000 000	0,47
INDUSTRIAS UNIDAS	229 476 885	0,52
IXE BANCO SA	240 000 000	0,54
GRUPO KUO SAB DE CV	250 000 000	0,56
SIGMA ALIMENTOS SA	250 000 000	0,56
PETROTEMEX SA DE CV	275 000 000	0,62
GRUMA SAB DE CV	300 000 000	0,68
GRUPO PAPELERO SCRIBE SA	300 000 000	0,68
MEXICHEM SAB DE CV	350 000 000	0,79
INDUSTRIAS PENOLES SAB D	400 000 000	0,90
URBI DESARROLLOS URBANOS	450 000 000	1,02
BANCO MERCANTIL DEL NORTE	500 000 000	1,13
BBVA BANCOMER SA	500 000 000	1,13
CORPORACION GEO SA DE CV	500 000 000	1,13
DESARROLLADORA HOMEX SA	500 000 000	1,13
EMPRESAS ICA SOCIEDAD	500 000 000	1,13
CONTROLADORA MABE SA CV	550 000 000	1,24
AXTEL SAB DE CV	765 000 000	1,73
GRUPO BIMBO SAB DE CV	800 000 000	1,81
TELÉFONOS DE MÉXICO SAB	1 300 000 000	2,93
GRUPO TELEVISA SAB	1 998 415 000	4,51
CEMEX SAB DE CV	5 307 996 000	11,98
AMERICA MÓVIL SAB DE CV	7 621 715 000	17,20
PETRÓLEOS MEXICANOS	18 916 917 000	42,7
TOTAL	44 299 439 096	

Fuente: Bloomberg.

En el cuadro V.13 se presentan las emisiones en circulación, tanto nacionales como internacionales, desde 2006 hasta 2010, con su respectiva calificación.



**CUADRO V.13**  
**PEMEX: EMISIONES DE BONOS, 2006-2010**

F. Emisión	Cupón	F. Vencimiento	Moneda	Monto Emitido	Tipo Cupón	S&P Rating	Fitch Rating	Moody's Rating
10/02/2006	6,63%	15/06/2035	USD	2 291 271 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
10/02/2006	9,50%	15/09/2027	USD	790 497 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
10/02/2006	8,63%	01/12/2023	USD	225 395 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
10/02/2006	9,25%	30/03/2018	USD	339 915 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
10/02/2006	5,75%	15/12/2015	USD	1 749 457 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
22/10/2007	6,63%	15/06/2035	USD	500 000 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
22/10/2007	5,75%	01/03/2018	USD	2 500 000 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
22/10/2007	5,75%	01/03/2018	USD	2 500 000 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
04/06/2008	6,63%	15/06/2038	USD	500 000 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
04/06/2008	6,63%	15/06/2038	USD	500 000 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
21/01/2009	6,63%	15/06/2038	USD	491 175 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
21/01/2009	5,75%	01/03/2018	USD	2 483 988 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
03/02/2009	8,00%	03/05/2019	USD	2 000 000 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
03/02/2009	8,00%	03/05/2019	USD	2 000 000 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
03/04/2009	9,15%	28/03/2016	MXN	7 500 000 000	FIXED	mxAAA	.	Aaa.mx
03/04/2009	5,70%	30/03/2012	MXN	12 500 000 000	FLOATING	mxAAA	.	Aaa.mx
02/06/2009	8,25%	02/06/2022	GBP	350 000 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
18/08/2009	5,78%	06/11/2017	EUR	200 000 000	FIXED	.	BBB	Baal
18/09/2009	4,88%	15/03/2015	USD	1 500 000 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
18/09/2009	4,88%	15/03/2015	USD	1 500 000 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
25/09/2009	8,00%	03/05/2019	USD	1 936 686 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
08/10/2009	5,50%	09/01/2017	EUR	1 000 000 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
13/10/2009	3,50%	13/10/2014	CHF	500 000 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
01/12/2009	-	05/12/2019	MXN	3 113 474 900	ZERO COUPON	mxAAA	.	Aaa.mx
01/12/2009	9,91%	16/07/2015	MXN	9 499 050 000	FIXED	mxAAA	.	Aaa.mx
01/12/2009	4,72%	05/06/2014	MXN	10 000 000 000	FLOATING	mxAAA	.	Aaa.mx
01/12/2009	4,99%	31/01/2013	MXN	12 436 200 000	FLOATING	mxAAA	.	Aaa.mx
05/02/2010	6,00%	05/03/2020	USD	1 000 000 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
05/02/2010	6,00%	05/03/2020	USD	1 000 000 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
08/02/2010	4,20%	27/01/2020	MXN	802 906 800	FIXED	mxAAA	.	Aaa.mx
08/02/2010	9,10%	27/01/2020	MXN	10 000 000 000	FIXED	mxAAA	.	Aaa.mx
08/02/2010	5,51%	02/02/2015	MXN	7 959 779 500	FLOATING	mxAAA	.	Aaa.mx
17/05/2010	5,24%	12/05/2014	MXN	8 500 000 000	FLOATING	mxAAA	.	Aaa.mx
21/07/2010	5,50%	21/01/2021	USD	2 000 000 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
21/07/2010	5,50%	21/01/2021	USD	2 000 000 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
30/08/2010	6,63%	15/06/2035	USD	1 000 000 000	FIXED	BBB	.	Baal
30/08/2010	6,63%	15/06/2035	USD	1 000 000 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
28/09/2010	6,63%	PERPETUO	USD	1 000 000 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
28/09/2010	6,63%	PERPETUO	USD	1 000 000 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
30/09/2010	5,50%	21/01/2021	USD	2 547 755 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
30/09/2010	6,00%	05/03/2020	USD	990 802 000	FIXED	BBB	BBB	Baal
30/09/2010	4,88%	15/03/2015	USD	1 462 438 000	FIXED	BBB	BBB	Baal

Fuente: Bloomberg.

La mayoría de las calificaciones internacionales son iguales a las de la deuda soberana de México, mientras que en el mercado local se tiene la máxima calificación.

El caso de PEMEX representa un caso atípico desde el punto de vista del riesgo financiero, pues se trata de una empresa con patrimonio negativo que recibe una demanda casi sin objeciones por parte de los inversionistas y las mayores calificaciones a nivel local. Sin duda, ello obedece principalmente a que para fines prácticos la deuda está respaldada por el gobierno federal, aunque se considere —como se mencionó en el segundo apartado— un papel corporativo.

Existen ya documentos en que se realiza un examen exhaustivo del gobierno corporativo de PEMEX y sus OS. Particularmente, la OCDE elaboró en septiembre de 2010 un estudio muy completo que incluyó la revisión de documentos, procesos y entrevistas con diversos miembros del CA de PEMEX. A continuación se describen solo las indicaciones referentes a normar los lineamientos generales de GC señaladas en esta publicación:

- i) En la LPM, la política de propiedad es confusa, dado que numerosas entidades del Ejecutivo tienen participación directa en el CA.
- ii) En la LPM, los objetivos son vagos. El propósito de la empresa a corto plazo es crear valor económico y a largo plazo fortalecer la soberanía y la seguridad energética.
- iii) El Estado actúa como propietario fuera de PEMEX y en su CA por medio de los consejeros de representación estatal, con lo cual se convierte en juez y parte. Ello se agudiza con el rol que juega el secretario de la SENER como presidente del CA y supervisor de la CRE y del CNH, ambos con potestad normativa.
- iv) A nivel de marco jurídico, la LPM resulta muy detallada y, por tanto, los ajustes menores al esquema de GC que pudiera aprobar el CA requieren de cambios legislativos.
- v) El CA no incluye la representación del director general y en la LPM no se delimitan claramente las responsabilidades de cada órgano de gobierno. Aun más, no es prerrogativa del CA destituir al director general, pues esa decisión recae en última instancia en el Ejecutivo Federal.
- vi) El CA sigue siendo el foro para fijar los objetivos de la empresa, de manera que cada grupo de interés coloca en él a sus propios representantes. En particular la SHCP, que como responsable de la Ley de ingresos y el Presupuesto de egresos determina la carga fiscal de PEMEX, creando un conflicto entre sus consejeros representantes y otros integrantes del CA que deben priorizar los intereses de la empresa y el objetivo de creación de valor.
- vii) El CA tiene un apoyo inadecuado del auditor interno, que no le reporta, de manera que los consejeros tienden a querer controlar a los ejecutivos.
- viii) El compromiso de tiempo completo requerido para los consejeros profesionales hace poco por aclarar la distinción entre la responsabilidad del CA y la dirección ejecutiva. Se generan “ejecutivos sombra”.
- ix) El proceso de nominación de los consejeros profesionales de PEMEX se centra en el Ejecutivo y el STPRM, sin señalar explícitamente los criterios de eficiencia y competencias acordes con sus responsabilidades. Estos requisitos expresan más bien una preocupación por las influencias políticas o idiosincrásicas que por las capacidades profesionales.

- x) En relación con los consejeros representantes del Estado (2010), se tiene un sesgo muy marcado en cuanto a la importancia de supervisar la contribución de PEMEX a los ingresos del sector público (dos consejeros de la SHCP, el titular y el subsecretario de Ingresos) y el control de la empresa para los fines del Ejecutivo (el jefe de la Oficina de la Presidencia y el secretario de la Función Pública).
- xi) No existe un criterio de capacidad respecto de los consejeros representantes del sindicato, sino de influencia de la organización sindical en la empresa.
- xii) El criterio de independencia de los consejeros es cuestionado. Claramente, los miembros del STPRM no son independientes, los representantes del Estado muestran amplios conflictos de interés y los profesionales se encuentran vinculados a los partidos que, en el Senado, tienen la decisión de ratificarlos.
- xiii) El número de comités obligatorios parece excesivo, pero incompleto. Por una parte, siete comités corporativos serían demasiados en comparación con lo que se exige a las empresas que cotizan en bolsa y, por otra, no se define como tal al comité de Riesgos, de manera que termina siendo controlado por el director de Finanzas. Una vez más, se produce el conflicto de juez y parte.

Finalmente, cabe hacer referencia al tema de las remuneraciones a los consejeros para garantizar su profesionalización, que se comentó en las conclusiones del tercer apartado. En el caso de PEMEX existe una amplia profesionalización de los consejeros representantes del Estado, pero no perciben remuneración alguna. Ello provoca que muchas veces utilicen a sus suplentes, menoscabando la atención de los asuntos relevantes. En cuanto a los consejeros profesionales, perciben una retribución similar a la de un cargo ejecutivo, lo cual genera el efecto no deseado de crear “ejecutivos sombra”. Lo correcto sería que todos los consejeros tuvieran una remuneración en justa medida, que permita incentivar su participación profesional sin generar estas actitudes permisivas respecto de los estándares de GC.

## **H. Estándares de gobernanza corporativa, ponderador por categoría**

Las categorías generales, de acuerdo con la propuesta del segundo capítulo del compendio, son las siguientes:

- 1-2 papel del CA
- 3-4 estructura del CA
- 5 papel del presidente del CA
- 6-11 papel y selección de los consejeros ejecutivos o internos y de los consejeros no ejecutivos o externos
- 12-15 órganos internos (o comités corporativos) del CA

No.	Estándares	Estándares para bonos	CEMEX 2008	CEMEX 2010	COMERCI 2008	COMERCI 2010	GFNORTE 2010	PEMEX	
1	El Consejo de Administración (CA) debe establecer los mecanismos que le aseguren información oportuna y confiable sobre todas las actividades de inversión en activos financieros y no financieros y de financiamiento que realice la empresa.	1.1	¿Autoriza la emisión de bonos, sea o no que el regulador requiera un prospecto de colocación?	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377	
		1.2	El prospecto del bono, ¿cumple con requerimientos de oferta pública del regulador?	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377
		1.3	¿Se conoce el uso de los recursos en la estrategia empresarial por proyecto, reestructuración de deuda, o ambos?	0,377	0,377	0,000	0,377	0,377	0,377
		1.4	¿Se conocen las implicaciones y acciones relacionadas con las emisiones existentes y según niveles de apalancamiento?	0,000	0,377	0,000	0,377	0,377	0,377
2	El Consejo de Administración solo podrá delegar responsabilidades y funciones en los comités corporativos presididos por un consejero externo independiente.	2.1	¿Se delega al comité de Financiamiento corporativo el diseño y análisis de las emisiones?	0,000	0,000	0,000	0,000	0,189	0,189
		2.2	¿Se delega al comité de riesgos el análisis de los riesgos financieros de las emisiones?	0,189	0,189	0,000	0,189	0,189	0,189
		2.3	¿Se delega al comité de Auditoría la definición de informes de control sobre las emisiones?	0,189	0,189	0,189	0,189	0,189	0,189
3	El tamaño adecuado de un Consejo de Administración es aquel que le permita tomar decisiones en forma ágil.	3.1	¿Tiene el CA un tamaño de 8 a 15 consejeros?	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031
		3.2	¿Tiene el Consejo como mínimo un 50% de consejeros externos?	0,031	0,031	0,000	0,031	0,031	0,031
		3.3	¿Más de la mitad de los consejeros externos del CA son independientes?	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
4	El presidente del Consejo deberá establecer los mecanismos orientados a la selección de consejeros externos sobre la base del valor que pueden aportar.	4.1	En la selección de algunos consejeros externos, ¿se priorizan sus conocimientos en finanzas y particularmente en materia de financiamiento corporativo?	0,189	0,189	0,000	0,189	0,189	0,189
5	El presidente del CA deberá ser un consejero externo independiente.	4.2	¿Es el presidente del CA un consejero externo independiente?	0,000	0,000	0,000	0,000	0,377	0,000
6	Los consejeros (internos y externos) deberán seleccionarse sobre la base del valor que pueden aportar al Consejo de Administración.	6.1	¿Tiene más del 50% de los consejeros internos conocimientos sólidos y actualizados sobre finanzas y financiamiento corporativo?	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
		6.2	¿Tiene más del 50% de los consejeros externos conocimientos sólidos y actualizados sobre finanzas y financiamiento corporativo?	0,095	0,095	0,000	0,000	0,095	0,095

No.	ESTÁNDARES	ESTÁNDARES PARA BONOS	CEMEX	CEMEX	COMERCI	COMERCI	GFNORTE	PEMEX
			2008	2010	2008	2010	2010	
7	Los consejeros deberán mantenerse actualizados en cuanto a las necesidades de la empresa y de sus empleados.	7.1 ¿Existe un programa sistemático de capacitación para los consejeros?	0,000	0,000	0,000	0,000	0,189	0,000
		7.2 ¿Cuentan con certificaciones en los temas financieros en que participan con decisión?	0,189	0,189	0,000	0,000	0,189	0,189
		7.3 ¿Se revisa periódicamente el desempeño de cada consejero externo?	0,000	0,000	0,000	0,000	0,189	0,000
<b>EXTERNOS</b>								
8	Los consejeros externos deberán transparentar ante el Consejo cualquier conflicto de interés relacionado con la empresa del que tengan conocimiento.	8.1 Los consejeros externos, ¿señalan cualquier conflicto de interés en el proceso de emisión de bonos?	0,189	0,189	0,000	0,000	0,189	0,000
9	El número de consejeros externos independientes deberá ser igual o mayor al del resto de los consejeros.	9.1 ¿Hay tres o más consejeros externos por cada consejero interno?	0,189	0,189	0,189	0,189	0,189	0,000
		9.2 ¿Es un comité de consejeros independientes el que elige a los consejeros externos?	0,000	0,000	0,000	0,000	0,189	0,000
<b>INTERNOS</b>								
10	Los consejeros internos deberán firmar certificados que los responsabilicen legal y penalmente de la información que generen y difundan, así como de la omisión de divulgar información al CA.	10.1 ¿Firman los consejeros internos como responsables, legal y penalmente, de la información relevante en una emisión de bonos y sus implicaciones para la situación financiera de la empresa?	0,377	0,377	0,000	0,000	0,377	0,000
11	El director de Auditoría interna deberá ser un miembro del Consejo y responder directamente ante este o alguno de sus comités corporativos.	11.1 ¿Es el director de Auditoría interna uno de los integrantes del Consejo?	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
		11.2 El director de Auditoría interna, ¿reporta directamente ante al Consejo o el Comité de Auditoría?	0,189	0,189	0,000	0,189	0,189	0,000
12	El Comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en control interno. El auditor externo deberá ser contratado por y reportar directamente ante el Comité.	12.1 el Comité de Auditoría, ¿es presidido por un consejero externo independiente?	0,000	0,000	0,000	0,377	0,377	0,377
		12.2 El auditor externo, ¿es contratado por y reporta directamente al comité de Auditoría?	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377
		12.3 el Comité de Auditoría, ¿aprueba el programa de auditoría externa e interna?	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377	0,000
		12.4 ¿Se cuenta con un sistema efectivo de información sobre financiamiento corporativo?	0,000	0,000	0,000	0,000	0,377	0,377
	El Comité debe aprobar el diseño y funcionamiento del sistema de control interno.							
	El Comité es responsable de asegurar que se tenga un sistema de información efectivo, especialmente sobre aspectos financieros, control de riesgos y desempeño de la empresa y de sus directivos.	12.5 El Comité, ¿elabora reportes periódicos para el Consejo y la dirección general sobre cumplimiento de las políticas de control interno en el uso de los recursos financieros de financiamiento?	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377

No.	Estándares	Estándares para bonos	CEMEX	CEMEX	COMERCI	COMERCI	GFNORTE	PEMEX	
			2008	2010	2008	2010	2010		
13	El Comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en mercados financieros.	13.1	el Comité de Inversiones, ¿es presidido por un consejero externo independiente?	0,000	0,000	0,000	0,000	0,095	0,095
		13.2	El presidente del Comité de Inversiones, ¿tiene experiencia probada en materia de estrategias de inversión?	0,095	0,095	0,000	0,095	0,095	0,000
	13.3	El Comité deberá estructurar la estrategia de inversión de los excedentes de tesorería de la empresa.	El Comité, ¿sesiona por lo menos una vez al mes?	0,000	0,095	0,000	0,095	0,095	0,095
14	El Comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en finanzas corporativas.	14.1	El Comité de Financiamiento corporativo, ¿es presidido por un consejero independiente?	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
		14.2	El presidente del Comité, ¿tiene experiencia probada en materia de financiamiento corporativo?	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377
	14.3	El Comité deberá dictaminar los requerimientos de financiamiento y los mecanismos propuestos por la dirección general.	¿Es el Comité el que define las necesidades de financiamiento de la empresa y la forma de satisfacerlas?	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377
	14.4	El Comité deberá dictaminar la contratación de los intermediarios financieros que requiera la empresa para la colocación de los títulos financieros emitidos.	¿Es el Comité el que selecciona a los intermediarios financieros para la colocación de los bonos emitidos por la empresa?	0,377	0,377	0,377	0,377	0,377	0,000
15	El Comité deberá ser presidido por un consejero externo independiente con experiencia en administración integral de riesgos.	15.1	el Comité de Riesgos, ¿es presidido por un consejero externo independiente?	0,000	0,000	0,000	0,000	0,377	0,000
		15.2	El presidente del Comité, ¿tiene experiencia y conocimientos probados en administración integral de riesgos?	0,377	0,377	0,000	0,377	0,377	0,000
	15.3	El Comité deberá dictaminar los reportes de riesgos financieros y de crédito elaborados por el área de riesgos.	¿Es el Comité de Riesgos el que se encarga de dictaminar los reportes sobre los riesgos financieros que afronta la empresa?	0,377	0,377	0,000	0,000	0,377	0,000
	15.4	El Comité deberá presentar informes periódicos a la dirección general y al Consejo sobre la efectividad de la estrategia de inversiones.	¿Es el Comité de Riesgos el que presenta los riesgos de emisión de los bonos emitidos por la empresa?	0,000	0,377	0,000	0,377	0,377	0,377
				6,099	6,948	3,425	6,098	9,307	5,439

Fuente: Elaboración propia sobre la base de ponderador del documento base.

## I. Algunas consideraciones finales

El mercado mexicano de deuda corporativa tiene un tamaño muy reducido en comparación con el gubernamental y el mercado accionario, aproximadamente un 16% en ambos casos. La dimensión se reduce aun más al omitir el papel de las empresas paraestatales, bancos de desarrollo y organismos descentralizados que en México se consideran parte del segmento corporativo y constituyen los principales emisores.

Desde 1994 se ha generado una curva de bonos gubernamentales más completa, con diversas alternativas de plazo tanto a tasa nominal como a tasa real. Este fenómeno se ha trasladado a los papeles corporativos, siendo los certificados bursátiles la opción más utilizada a partir de 2001. Los principales demandantes de bonos corporativos son las sociedades de inversión y las AFORE, que tienen un 33% y un 16%, respectivamente, de su cartera en bonos corporativos, la mayoría con calificación AAA.

Durante la crisis financiera iniciada en 2008 los bancos y los inversionistas olvidaron el principio fundamental de creación de valor en los activos financieros, esto es, que un activo vale tanto como el valor presente de los flujos que genera. Los bancos empaquetaron deudas de alto riesgo y las vendieron a los inversionistas, quienes al usar fondos de corto plazo para comprarlas crearon una brecha muy riesgosa. Se asumió que la titularización de deudas de alto riesgo acrecentaba el valor de las deudas sin que aumentaran los flujos de efectivo para hacer frente a las hipotecas, de manera que los activos continuaban teniendo el mismo riesgo. Se creyó que usando el apalancamiento para generar inversión se creaba valor, pero sin incremento del flujo de efectivo de la inversión.

Esto provocó un impacto financiero de dimensiones globales y puso en primer plano la vertiente del problema de conflicto de intereses entre accionistas y acreedores, esto es, el incentivo a utilizar recursos de los acreedores para financiar proyectos de inversión en situaciones de alto riesgo y la actitud egoísta de involucrarse en actividades financieras de alto riesgo que terminen por afectar el cumplimiento de los compromisos con los tenedores de bonos.

La prudencia en los niveles de apalancamiento y el uso responsable de productos derivados en una empresa son aspectos estrechamente relacionados con su estructura de GC. La certeza de que está siendo manejada con transparencia y profesionalismo requiere que se cumplan estándares estrictos como los señalados en el capítulo II de esta publicación.

En México, la vertiente de fortalecimiento de la GC se ha dado a través del marco legal. Las sociedades no públicas se rigen por la LGSM y las empresas que cotizan en bolsa por la LMV, que recupera varios principios de la OCDE y del CMPC. También hay una amplia legislación aplicable a las entidades financieras, coticen o no en la bolsa mexicana. Para las empresas que cotizan en los mercados de los Estados Unidos, aplica la normativa de la Securities and Exchange Commission (SEC) y la Ley Sarbanes-Oxley y sus adecuaciones.

Por otra parte, el carácter familiar de las empresas en México ha orientado en buena medida la definición de las prácticas y estándares aplicables, sea a nivel legal (LMV) o proposicional (CMCP).

En el marco de los estándares propuestos en el capítulo II podemos concluir que la mayoría de las empresas los satisface en teoría y con los resultados prácticos aparecen amplias áreas de oportunidad.

En la Encuesta de Gobierno Corporativo de México antes mencionada, en que participaron empresas de diversos sectores y no necesariamente públicas, el 94% del universo de empresas consideradas reportó contar con un CA en que el 33% de los consejeros son independientes. En el 42% de ellas coincide el presidente con el director general, aunque en el 61% este puesto lo ocupan

accionistas relevantes o sus hijos. Además, solo un 75% de las empresas tiene comité de Auditoría y un 57% comités de Prácticas Societarias, Planeación y finanzas, o ambos.

Los puntos críticos de la legislación en términos de estructura del Consejo son validar realmente el criterio de independencia de los consejeros, incorporar como parte del CA al auditor interno, promover la separación de los cargos de presidente del CA y director general y, deseablemente, dar la presidencia a un consejero externo independiente. Por último, y muy importante, garantizar la capacitación de los consejeros en los temas —sobre todo financieros— que deliberen.

Respecto de los órganos corporativos intermedios, es preciso garantizar que la presidencia de los comités de Auditoría, Finanzas y Riesgos sea delegada a un consejero independiente en cada uno de los temas propios de cada comité. En la LMV debería incluirse la exigencia de crear un comité específico de Finanzas y uno de Riesgos, separados del Comité de Auditoría, como se tiene en las entidades del sistema financiero.

Finalmente, convendría hacer extensiva la aplicación de los principios de la SOX a las empresas públicas, para garantizar la confiabilidad de la información financiera y la responsabilidad de sus proveedores.

En cuanto a los casos analizados, se escogieron cuatro empresas que presentan características específicas sobre GC y sus implicaciones en la deuda en circulación: CEMEX, COMERCI y GFNorte. Finalmente, se examina la situación de la empresa paraestatal PEMEX.

CEMEX, la tercera cementera mundial, tuvo un apalancamiento excesivo para financiar adquisiciones y expansiones geográficas que la condujo a una situación de insolvencia y graves problemas de liquidez cuando estalló la crisis financiera de 2008. Esta tuvo enormes repercusiones en la actividad económica mundial, particularmente en el sector de la construcción de los países donde se concentraba su producción (Estados Unidos, México y España). Los bonos emitidos por la empresa experimentaron una baja generalizada de calificación y para poder cumplir sus compromisos requirió del apoyo de la banca de desarrollo. Al final, la reestructuración de agosto de 2009 representó una salida para evitar que la empresa cayera en concurso mercantil. Sin embargo, sigue resintiéndose los efectos del endémico crecimiento económico y de la deuda a solventar en los próximos años.

El CA ha sido el responsable directo del modelo de negocios aplicado desde 2000, que implicaba un alto riesgo al financiar a corto plazo grandes adquisiciones y confiar en el flujo de efectivo para afrontar los requerimientos de capital. Es un ejemplo clásico de obligaciones a corto plazo y generación de ingresos a largo plazo.

El segundo caso es el de Controladora Comercial Mexicana, una de las principales operadoras del mercado detallista mexicano, cuyo problema fue involucrarse en actividades financieras no propias del giro de negocios (contratos de derivados). Ello se tradujo en pérdidas sustanciales para la empresa y la necesidad de apelar a la Ley de Concursos Mercantiles para cumplir los compromisos con sus múltiples acreedores, entre los cuales se contaban los tenedores de bonos que vieron cómo se incumplía el pago de los cupones y se degradaba su calificación.

Nuevamente, la responsabilidad recayó en el CA, pues la tesorería actuó sin los controles pertinentes. Pese a que las actividades se realizaban desde 2007 con resultados positivos, sus integrantes olvidaron las lecciones elementales de control de riesgos para los corporativos no financieros (Hull, 2007). Los límites deben respetarse, aunque se rebasen mediante resultados positivos. Los responsables corporativos nunca deben autorizar estrategias de transacciones bursátiles (*trading*) que no entiendan cabalmente. Cuando se autoriza al corredor (*trader*) o tesorero a realizar operaciones con productos derivados, es importante evitar que la estrategia de cobertura se vea sobrepasada por una de especulación. Finalmente, no debe convertirse al departamento de tesorería en un centro de utilidades.



El tercer caso, el del Grupo Financiero Banorte, es un ejemplo de avance importante en la implementación de una estructura de GC. Es importante que la entidad pertenezca al sistema financiero, porque esto marca una serie de aspectos de GC que deberían adoptar los corporativos no financieros para tener un mejor monitoreo de sus posibles riesgos.

Las características destacadas de GFNorte en relación con la GC son las siguientes: i) tener un número de comités lo suficientemente amplio como para evitar la asignación de funciones a personal multitarea (*multitask*), ii) es de los pocos corporativos cuyo presidente del CA es externo independiente, iii) la profesionalización de sus consejeros se garantiza al contratar personal que ha desempeñado el cargo de regulador en varios de los segmentos financieros en que opera, iv) la esencia de su actividad en las distintas subsidiarias le otorga un rol específico al comité de Riesgos, lo que no es común en corporativos de otros sectores, y v) existe un comité para las políticas de administración de activos y pasivos.

Producto de lo anterior, GFNorte es una sociedad que en plena crisis económica ha establecido una estrategia de negocios en franco crecimiento, tanto a nivel operativo como orgánico. Sus resultados se han traducido en mayor participación de mercado y rentabilidad, mientras que su crecimiento corporativo (fusiones y adquisiciones) le ha permitido avanzar sustancialmente en el mercado bancario y de administración de fondos de pensiones, todo esto en un marco de apalancamiento controlado, deuda con alto grado de calificación y reconocimiento en el mercado. Sin duda, su avance y buen desempeño en materia de GC han sido un instrumento relevante en todos estos logros.

Aun en las entidades financieras no deben soslayarse las recomendaciones obvias de una cultura previsoras (Hull, 2007), que incluya los siguientes aspectos: i) establecer límites de riesgos claros y sin ambigüedad, ii) sancionar el rebase de los límites al alza y a la baja, iii) mantener siempre el criterio de diversificación en las carteras de negocios e inversiones, iv) revisar continuamente las posiciones en un contexto de escenarios y pruebas de solvencia (*stress test*), v) mantener una separación funcional de las distintas actividades de la empresa (*front, middle y back office*), vi) cuidar el riesgo del modelo en su función de evaluación de posiciones, y vii) cuidar el riesgo de liquidez de manera prioritaria en condiciones de crisis financiera.

Finalmente, el caso de la paraestatal Petróleos Mexicanos, una entidad que desempeña un rol significativo en la generación de divisas, en las finanzas públicas y en la demanda de materiales para los diversos proyectos de inversión que realiza. Uno de los objetivos de la reforma petrolera de 2008 fue mejorar la estructura de GC de PEMEX y sus OS. Ello representó un avance, pero como se mencionó en las conclusiones del séptimo apartado, las medidas diseñadas se alejan sustancialmente de los estándares propuestos por la OCDE para las empresas estatales.

En la práctica, el resultado ha sido aun más deficiente en comparación con el objetivo. La politización de los órganos de gobierno y de sus integrantes y la relación conflictiva entre el CA y la dirección general han provocado que la toma de decisiones sea muy lenta. Como ejemplos al respecto, cabe mencionar que los bonos ciudadanos no se han instrumentado, que los primeros contratos incentivados se asignaron hasta septiembre de 2011 y que el programa de exploración de hidrocarburos en aguas profundas se proyectó para 2014.

Los ejemplos de la difícil relación entre los órganos de gobierno y la administración se han manifestado sobre todo recientemente. El caso más impactante fue el aumento de la participación accionaria de PEMEX en la petrolera española Repsol, en septiembre de 2011. Esta fue acordada por el CA de PMI y no se informó al CA de PEMEX, provocando una reacción de inconformidad por parte de algunos de los consejeros profesionales y del propio presidente del CA (Reforma, octubre 2011). A raíz de este incidente hubo declaraciones del director general de PEMEX sobre la burocracia de los órganos de GC de la empresa y del presidente del CA en el sentido que los procesos de toma de decisiones en PEMEX serían poco transparentes.

## 1. Indicador de Bonos

Sobre la base de la evaluación del índice propuesto en el segundo capítulo de esta publicación para la emisión de bonos, la empresa mejor clasificada en 2010 fue GFNorte, con un ponderador total de 9,307 sobre un máximo de 10. El segundo lugar lo ocupó CEMEX (6,948), el tercero COMERCI (6,098) y finalmente PEMEX (5,439).

Sin embargo, la mejora de CEMEX y COMERCI en el período 2008-2010 ha sido muy desigual. La primera tuvo un avance prácticamente marginal, mientras que el indicador de la segunda aumentó casi un 80%.

Las principales áreas de oportunidad para GFNorte son el número de consejeros independientes, el rol que estos desempeñan en los comités y la incorporación de un papel más decisorio para el auditor interno. En el caso de CEMEX, el rol del Comité de Riesgos, el cumplimiento del requisito de independencia de sus consejeros, la separación de la presidencia del CA y la dirección general y la capacitación técnica de los consejeros son los aspectos clave a aprovechar. En cuanto a COMERCI, la presidencia del CA debe recaer en un consejero externo independiente, se requiere la capacitación financiera de los consejeros y es preciso cumplir la formalidad de documentar la independencia y la falta de conflictos de interés, así como el rol del Comité de Riesgos. Por último, en PEMEX se necesita aumentar el número de consejeros independientes y mejorar su criterio de independencia, cambiar los consejeros representantes del Estado por miembros no involucrados en otras áreas de la administración pública, mejorar la calificación financiera de los responsables del Comité de Inversiones y conformar el Comité de Riesgos a nivel corporativo con presidencia de un consejero independiente.

La utilidad del índice propuesto y su posible aplicación por las calificadoras debe acompañarse de una supervisión del cumplimiento para que tenga relevancia. Sin embargo, no debe concluirse de manera lineal que un avance en los estándares de GC implica necesariamente una mejora en la percepción de los títulos de deuda por parte de los inversionistas, pues un mercado más competitivo en materia de estándares corporativos puede implicar un mayor costo de capital. No obstante, lo que sí disminuye de manera lineal es el conflicto de agencia entre acreedores y accionistas.

## Abreviaturas y siglas

ADRs - American Depositary Receipts  
AFORES - Administradoras de Fondos para el Retiro  
AMIB - Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles  
Banamex - Banco Nacional de México  
BANOBRAS - Banco Nacional de Obras Publicas  
BBVA - Banco Bilbao Vizcaya Argentaria  
BMV - Bolsa Mexicana de Valores  
CA - Consejo de Administración  
CAR - Comité de Administración de Riesgos  
CBs - Certificados Bursátiles  
CCE - Consejo Coordinador Empresarial  
CCE - Consejo Coordinador Empresarial  
CFE - Comisión Federal de Electricidad  
CFO - Vicepresidente de Finanzas Corporativas  
CMPC - Código de Mejores Practicas Corporativas  
CMPC - Código Mejores Prácticas Corporativas  
CNBV - Comisión Nacional Bancaria y de Valores  
COMERCI - Controladora Comercial Mexicana  
CONSAR - Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro  
CPO - Certificados de Participación Ordinarios  
CPO - Certificado de participación Ordinaria  
CRH - Cement Roadstone Holdings  
EBITDA - Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization  
EGCM - Encuesta de Gobierno Corporativo de Mexico  
ETF - Exchange Trade Funds  
FONACOT - Fondo Nacional para el Consumo de los Trabajadores  
FOVISSSTE - Fondo de Vivienda para trabajadores al servicio del Estado.  
GC - Gobernanza Coporativa  
GFNorte - Grupo Financiero Banorte  
IMSS - Instituto Mexicano del Seguro Social  
INFONAVIT - Instituto de Fomento Nacional a la Vivienda  
IPC - Índice de Precios y Cotozaciones de la Bolsa Mexicana de Valores  
LGSM - Ley General de Sociedades Mercantiles

LMV - Ley del Mercado de Valores  
LSAR - Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro  
NAFINSA - Nacional Financiera -  
OS - Organismo subsidiarios  
PEMEX - Petróleos Mexicanos -  
RMBS - Residential Mortgage Backed Securities  
RMC - Ready Mixed Concrete Ltd  
ROE - Return on Equity -  
SA - Sociedad Anónima -  
SAB - Sociedad Anónima Bursátil  
SAPI - Sociedad Anónima Promotora de Inversión  
SAR - Sistema de Ahorro para el Retiro  
SARBOX - Ley Sarbanes-Oxley  
SEC - Securities and Exchange Commission  
SENER - Secretaría de Energía  
SFH - Sociedad Financiera Hipotecaria  
SHCP - Secretaría de Hacienda y Crédito Público  
SRL - Sociedad de Responsabilidad Limitada  
STRPM - Sindicato de Trabajadores de Petróleos Mexicanos  
UDIS - Unidades de inversión

## Bibliografía

- Altman, Edward (1984), “A further empirical investigation of the bankruptcy cost question”, *Journal of Finance*, vol. 39, N° 4.
- Andrade, Gregor y Steven N. Kaplan (1997), “How Costly is Financial (Non Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed”, National Bureau of Economic Research (NBER), agosto.
- Banamex (2011a), “Deuda corporativa”, enero.
- \_\_\_\_ (2011b), “Deuda gubernamental”, enero.
- \_\_\_\_ (2011c), “Sociedades de Inversión”, enero.
- \_\_\_\_ (2011d), “Análisis Fundamental de Crédito CEMEX”, mayo.
- Banorte-IXE (2011), “COMERCI. Paseando por la EXPOCOMER... Reporte de análisis y estrategia bursátil”, septiembre.
- BBVA Bancomer (2011a), “COMERCI. El mejor registro en VMT”, Bancomer Research, abril.
- \_\_\_\_ (2011b), “Autoservicios”, Bancomer Research, agosto.
- \_\_\_\_ (2011c), “Banorte”, Bancomer Research, agosto.
- \_\_\_\_ (2011d), “CEMEX”, Bancomer Research, julio.
- \_\_\_\_ (2011e), “Grupo financiero Banorte”, Bancomer Research.
- \_\_\_\_ (2011f), “Radiografía de emisoras”, Bancomer Research, marzo.
- \_\_\_\_ (2011g), “COMERCI”, Bancomer Research, mayo.
- \_\_\_\_ (s/f), “Análisis y estrategias de mercados. Cedes bursátiles”, Bancomer Research.
- BMV (Bolsa Mexicana de Valores) (s/f), “Certificado bursátil. Una fórmula eficaz de financiamiento bursátil para satisfacer los requerimientos de recursos para el desarrollo y fortalecimiento de la empresa mexicana”.
- CEMEX (2000), “Código de ética”.
- \_\_\_\_ (2006a), “Revelación sobre la aplicación del Código de Mejores Prácticas Corporativas con relación al Consejo de Administración”.
- \_\_\_\_ (2006b), “Cuestionario sobre gobierno corporativo”.
- \_\_\_\_ (2008), “Cuestionario sobre gobierno corporativo”.
- \_\_\_\_ (2010), *Informe anual 2010*.
- CCE (Consejo Coordinador Empresarial) (2010), “Código de Mejores Prácticas Corporativas”.

- COMERCI (Controladora Comercial Mexicana) (2006), “Proyecto de cambio de Estatutos por nueva Ley de valores”.
- \_\_\_\_ (2009), “Código de Ética”.
- \_\_\_\_ (2006), “Cuestionario sobre gobierno corporativo”.
- \_\_\_\_ (2007), “Cuestionario sobre gobierno corporativo”.
- \_\_\_\_ (2010a), *Informe anual 2010*.
- \_\_\_\_ (2010b), *Informe de responsabilidad social y sustentabilidad 2010*.
- Credit Suisse (2011), “Grupo Financiero Banorte”, julio.
- Eggers, Leopoldo (2007), “Suplemento: Gobierno corporativo. Reforma. Arme un Consejo de Administración eficaz”, Price Waterhouse Coopers.
- \_\_\_\_ (2009), “Suplemento: Gobierno corporativo. Reforma. ¿Qué hacen las empresas exitosas en tiempos de crisis?”, Price Waterhouse Coopers.
- Estados Unidos, Gobierno de (2002), “Sarbanes Oxley Act (Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745)”, Washington, D.C.
- Global Corporate Governance Forum (2011), *Achieving Effective Boards. A comparative study of corporate governance frameworks and board practices in Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Panama and Peru*, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) [en línea] [http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/Achieving+Effective+Boards/\\$FILE/Achieving+Effective+BoardsFINAL.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/Achieving+Effective+Boards/$FILE/Achieving+Effective+BoardsFINAL.pdf).
- Grupo Financiero Banorte (2010a), “Cuestionario para evaluar el grado de adhesión al Código de Mejores Prácticas Corporativas para las Sociedades Emisoras”.
- \_\_\_\_ (2010b), *Informe anual 2010*.
- \_\_\_\_ (2011c), “Principios básicos de gobierno corporativo”, agosto.
- Harvard Business School (2000), *Harvard Business Review on Corporate Governance*, Boston, Harvard Business School Press.
- Haugen, R.A. y L. Senbet (1988), “Bankruptcy and agency cost. Their significance to the theory of optimal capital structure”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- HR Ratings (2010), “Programa de Certificados Bursátiles. Certificados bursátiles de largo plazo. Calificación corporativa Tiendas Comercial Mexicana, S.A. de C.V., enero.
- Hull, John C. (2007), *Risk Management and Financial Institutions*, New Jersey, Pearson Prentice Hall.
- IMEF (Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas) (2010), *Gobierno corporativo en México. Hacia una empresa más profesional e institucional*, México, D.F., Instituto Panamericano de Alta Dirección de Empresas (IPADE)/KPMG.
- Jensen, Michael C. y William H. Meckling (1976), “Theory of the firm. Managerial behavior, agency cost and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, N° 4, octubre.
- McKinsey and Company (2010), *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, New Jersey, John Wiley and Sons Inc.
- Mendes de Paula, G. (2009), “Gobernanza corporativa, políticas públicas, mercado de capitales e inversiones extranjeras”, *Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina*, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/CAF, Bogotá, Mayol.
- México, Gobierno de (2008), Ley general de títulos y operaciones de crédito (DOF 20-08-2008), México, D.F.
- \_\_\_\_ (2009a), Ley del Mercado de Valores (DOF 06-05-2009), México, D.F.
- \_\_\_\_ (2009b), Ley General de Sociedades Mercantiles (DOF 02-06-2009), México, D.F.
- \_\_\_\_ (2010), Ley de instituciones de crédito (DOF 25-05-2010), México, D.F.
- \_\_\_\_ (2008a), Ley de Petróleos Mexicanos (DOF 28-11-2008), México, D.F.
- \_\_\_\_ (2008b), Decreto por el que se expide la Ley de la Comisión Nacional de Hidrocarburos (DOF

- 28-11-2008), México, D.F.
- \_\_\_\_ (2008c), Decreto por el que se reforman y adicionan diversas disposiciones de la Ley reglamentaria del Artículo 27 Constitucional en el ramo petróleos. (DOF 28-11-2008), México, D.F.
- Morgan Stanley (2011), *Mexico Equity Strategy. A Primer on Corporate Governance in Mexico*, julio.
- OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (2004), *Principios de gobierno corporativo*, París.
- \_\_\_\_ (2005a), *Guidelines on Corporate Governance of State Owned Enterprises*, París.
- \_\_\_\_ (2005b), “Gobierno corporativo y medidas del Consejo en Petróleos Mexicanos. Evaluación y recomendaciones”.
- Pascal, L.B. y M. Paramo (2009), “The Pemex Law and Related Measures-What Energy Reform Means for Mexico”, *North American Free Trade & Investment Report*, vol. 19, N° 14, julio.
- PEMEX (Petróleos Mexicanos) (2009), *Informe anual 2009*.
- \_\_\_\_ (2010a), *Informe anual 2010*.
- \_\_\_\_ (2010b), “Cuestionario sobre gobierno corporativo”.
- \_\_\_\_ (2009-2010), “Actas de Consejo de Administración”, varias sesiones.
- \_\_\_\_ (2009), “Cuestionario sobre gobierno corporativo”.
- \_\_\_\_ (2008), “Cuestionario sobre gobierno corporativo”.
- Price Waterhouse Coopers (2009), “Dictamen de los Auditores independientes”, Controladora Comercial Mexicana.
- \_\_\_\_ (2011), “Gobierno corporativo en México. Hacia la institucionalización. Análisis de resultados”. *Revista Expansión* (2010a), enero.
- \_\_\_\_ (2010b), noviembre.
- \_\_\_\_ (2007), junio.
- \_\_\_\_ (2008), noviembre.
- \_\_\_\_ (2009), noviembre.
- \_\_\_\_ (2011), septiembre.
- Santander (2011), “Mercado de deuda corporativa”, enero
- SENER (Secretaría de Energía de México) (2009), *Informe de labores 2009*, México, D.F.
- \_\_\_\_ (2010), *Informe de labores 2010*, México, D.F.
- Viscencio Brambila, Héctor (2009), “Gobernanza corporativa: el caso de México”, *Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina*, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)/CAF, Bogotá, Mayol.

Esta publicación representa un esfuerzo conjunto de CAF-banco de desarrollo de América Latina, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) por identificar aquellos elementos clave de la gobernanza corporativa para la determinación del riesgo en la emisión de instrumentos de deuda. Vale destacar que el vínculo entre la gobernanza empresarial y la emisión de deuda se enmarca en los potenciales conflictos de interés que se derivan de las relaciones entre accionistas, ejecutivos y tenedores de bonos.

Las conclusiones de la publicación apuntan a mejorar la gestión en gobernanza empresarial mediante un manejo prudente del riesgo y de su medición y control en los proyectos locales, regionales e internacionales de inversión que al final se traduzcan en emisiones de títulos de deuda que puedan ser realizadas en forma eficaz y eficiente. Una gobernanza responsable es clave para la estabilidad financiera, para la atracción de inversión productiva y el acceso al financiamiento y para asegurar un crecimiento económico sostenible.