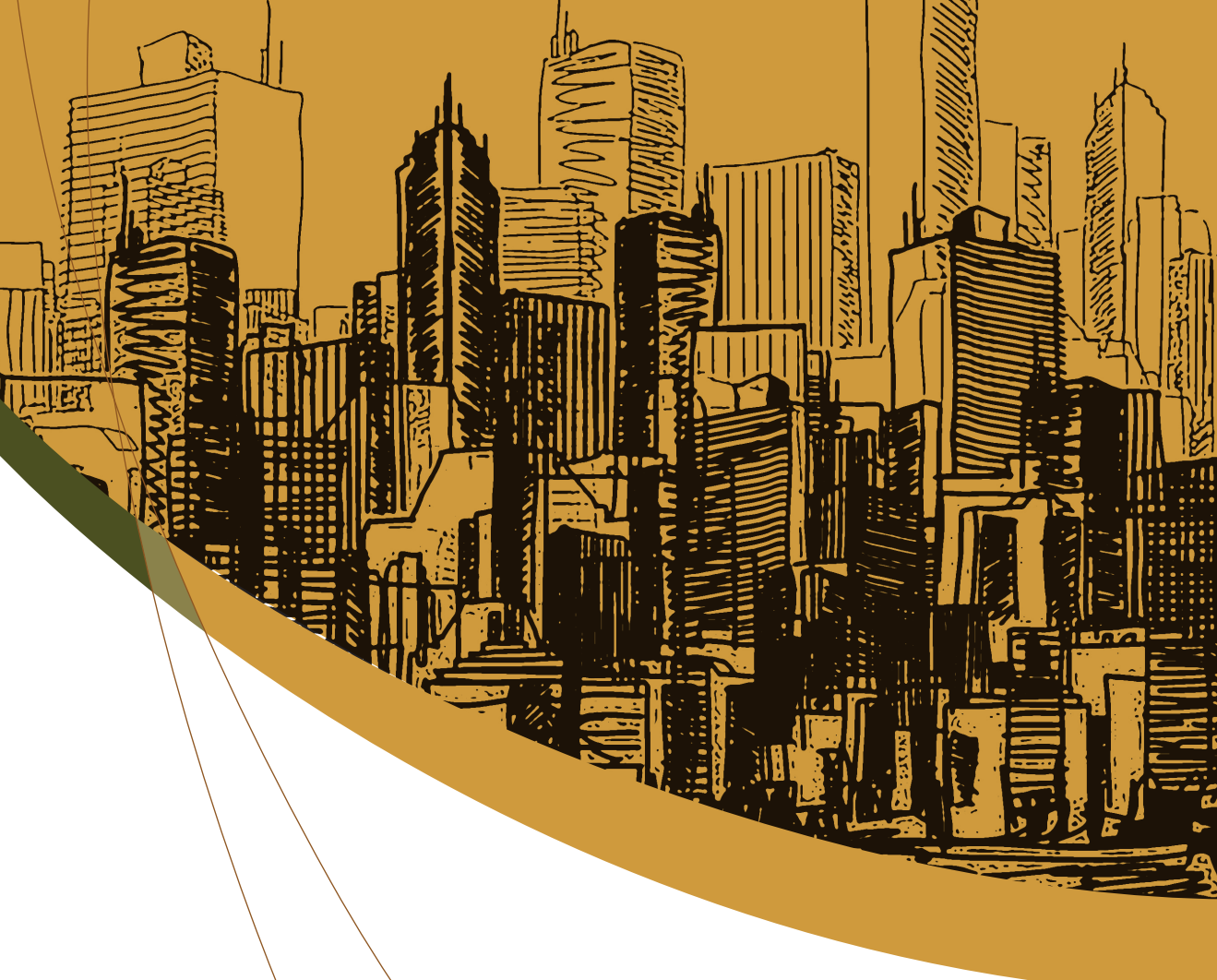
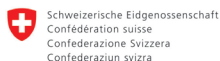




Lineamientos de Gobierno Corporativo en Revelación y Transparencia

Corporate Governance Guidelines on Disclosure and Transparency







Lineamientos de Gobierno Corporativo en Revelación y Transparencia

658.408 / G993l 2016

Guzmán Vásquez, Alexander (Autor)

Lineamientos de Gobierno Corporativo en Revelación y Transparencia/ Alexander Guzmán Vásquez, María Andrea Trujillo Dávila (autores). Bogotá: CESA-Colegio de Estudios Superiores de Administración-. Editorial CESA, 2016. 200 p.

DESCRIPTORES:

1. Gobierno Corporativo -- 2. Responsabilidad social en los negocios 3. Ética en la administración 4. Política Pública

© 2016 CESA - Colegio de Estudios Superiores de Administración

© 2016 María Andrea Trujillo - (maria.trujillo@cesa.edu.co)

© 2016 Alexander Guzmán - (alexander.guzman@cesa.edu.co)

ISBN: 978-958-8988-01-6

Editorial CESA

Casa Incolda

Diagonal 34a No 5a - 23

www.editorialcesa.com

www.cesa.edu.co

editorialcesa@cesa.edu.co

Grupo de Estudios en Administración / *Group Studies in Business Administration*

Línea de Investigación en Finanzas y Economía / *Research line: Finance and Economy*

Proyecto: Gobierno Corporativo / *Project: corporate governance*

Código interno:21008 / *Internal code: 21008*

Bogotá, D.C, octubre de 2016 / *Bogotá, D.C, october 2016*

Editorial/*Editorship* : Editorial CESA

Corrección de estilo y traducción/ *Proofreader and translator*: José Ignacio Curcio Penen

Diseño y diagramación / *Design and layout*: Yimmy Ortiz

Impresión /*print*: Imageprinting Ltda

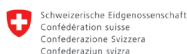
Todos los derechos reservados. Esta obra no puede ser reproducida sin el permiso previo escrito / *All rights reserved. This work can not be reproduced without prior written permission*

Impreso y hecho en Colombia

Printed and made in Colombia

Lineamientos de Gobierno Corporativo en Revelación y Transparencia

Centro de Estudios en Gobierno Corporativo, CESA
Reconocimiento Emisores-IR, Bolsa de Valores de Colombia



Autores

ALEXANDER GUZMÁN VÁSQUEZ, es coordinador del área financiera y profesor titular del Colegio de Estudios Superiores de Administración (CESA), reconocido como investigador sénior por Colciencias; Magister y Doctor en Administración de la Universidad de los Andes, y Administrador de Empresas de la Universidad Externado de Colombia. Ha sido profesor de aspectos relacionados con finanzas corporativas y mercado de capitales en programas de pregrado y posgrado en las universidades Externado, Sabana, Rosario, Andes, EAFIT y CESA.

MARÍA ANDREA TRUJILLO DÁVILA, es directora de investigación y profesora titular del Colegio de Estudios Superiores de Administración (CESA), reconocida como investigadora sénior por Colciencias, Magister y Doctora en Administración de la Universidad de los Andes e Ingeniera Sanitaria de la Universidad de Antioquia. Cuenta con experiencia docente en el área financiera en cursos de pregrado y posgrado en las universidades del Rosario, de los Andes, EAFIT y el CESA.

Las actividades de docencia de los profesores Guzmán y Trujillo están enfocadas hacia el área de las finanzas corporativas, y la agenda de investigación que desarrollan se centra en el gobierno corporativo. Los proyectos de investigación han contado con el apoyo del Grupo Banco Mundial a través de la IFC (Corporación Financiera Internacional), CIPE (Centro para la Empresa Privada Internacional adscrito al Congreso de los Estados Unidos), SECO (Secretaría de Estado para asuntos Económicos del Gobierno Suizo), el Ministerio de Educación Nacional, la Superintendencia de Sociedades, la Bolsa de Valores de Colombia, el Consejo Privado de Competitividad, Confecámaras y la Cámara de Comercio de Bogotá. Son fundadores y codirectores del Centro de Estudios de Gobierno Corporativo (CEGC), consultores y asesores en la implementación de buenas prácticas de gobierno y Miembros de la Red de América Latina para la Investigación Académica del Gobierno Corporativo de la OECD, IFC y el Banco Mundial. Han publicado varios libros de investigación y de texto, y más de treinta artículos en revistas científicas indexadas.

Equipos Interinstitucionales

BVC

Juan Pablo Córdoba, *Presidente.*

Javier Díaz Fajardo, *Vicepresidente Comercial.*

Rocío Arbeláez Sarmiento, *Gerente de Emisores.*

Catalina Zea Muñoz, *Directora Comercial de Emisores.*

Juan Camilo Granados Pinzón, *Director Comercial de Emisores.*

María Camila Gómez Tenorio, *Líder Comercial de Emisores.*

Daniela Saade Ortega, *Profesional Comercial de Emisores.*

Comité IR

Mónica Acebedo Cuellar.

Andrés Bernal Castiblanco.

Daniel Gómez Martínez.

Juan Camilo Vallejo Arango.

Alberto Velandia Rodríguez.

CESA - CEGC

Alexander Guzmán Vásquez, *Profesor Titular.*

María Andrea Trujillo Dávila, *Profesora Titular.*

Paola Ximena Mariño, *Joven Investigadora.*

IFC

Oliver Orton, *Gerente Programa de Gobierno Corporativo para América Latina y El Caribe.*

Francisco Prada, *Oficial de Gobierno Corporativo para América Latina y El Caribe.*

Prólogo

La construcción de buenas prácticas de gobierno es factible a nivel país cuando confluyen diferentes actores que contribuyen a lograr el objetivo. Es innegable la importancia de fortalecer los marcos regulatorios, especialmente en entornos institucionales débiles; sin embargo, la convergencia legal hacia unos estándares mínimos de gobierno corporativo es compleja por diferentes razones: primero, porque implica tomar conciencia de la importancia que reviste el hecho de consolidar sistemas de gobierno robustos en las empresas con el fin de fortalecer el desarrollo económico del país; segundo, porque requiere transformar los marcos regulatorios, lo cual demanda trámites complejos que toman tiempo y que no suceden con la inmediatez deseada. En tal contexto las empresas pueden diferenciarse de sus pares y fortalecer su sistema de gobierno corporativo de manera voluntaria generando una convergencia funcional. Estas acciones a nivel empresarial resultan especialmente relevantes en entornos institucionales menos desarrollados, como aquellos que caracterizan la mayoría de países emergentes.

Es por ello que resulta fundamental brindar acompañamiento a los equipos gerenciales, las juntas directivas, los accionistas controlantes, los minoritarios y los demás grupos de interés, para que comprendan la importancia de desarrollar buenas prácticas y respaldar un sistema de gobierno robusto. Las empresas mejor gobernadas cuentan con un balance de poderes apropiado, mitigan los conflictos entre los diferentes grupos de interés, realizan una gestión adecuada de los diferentes riesgos, alcanzan mayores niveles de revelación y transparencia, pueden reducir sus costos de capital, consiguen con mayor facilidad recursos para la financiación de oportunidades de crecimiento y, en última instancia, generan mayor valor para los accionistas y para la sociedad en general.

La Bolsa de Valores de Colombia (BVC), la Corporación Financiera Internacional (IFC, por sus siglas en inglés), miembro de Grupo Banco Mundial, y el CESA son instituciones líderes que han decidido asumir un compromiso real en este acompañamiento a las empresas. Particularmente, y con gran interés en el desarrollo del mercado de capitales colombiano, la BVC implementó desde el año 2012 el Reconocimiento Emisores-IR (*Investor Relations*), un programa de adopción voluntaria de mejores prácticas en revelación de información y relación con inversionistas. Este reconocimiento se implementó con el objetivo de acercar los emisores de valores a sus inversionistas actuales y potenciales, reducir las asimetrías de información en el mercado, y lograr un mejor entendimiento de las empresas al incrementar la cantidad y calidad de información que reciben los analistas económicos y demás actores interesados en el desempeño de los emisores.

Por su parte, IFC ha trabajado globalmente en el fortalecimiento de las prácticas de buen gobierno en la empresa, ha procurado crear un mayor nivel de conciencia al respecto e, incluso, ha trabajado con los gobiernos para fortalecer los marcos regulatorios. De igual manera, ha buscado articular a los diferentes actores estableciendo para ello acuerdos de cooperación con las cámaras de comercio, las agremiaciones empresariales, las instituciones de educación superior y otros actores clave en el mercado; además, ha formado consultores expertos para facilitar el acompañamiento a las empresas en su empeño de fortalecer sus estructuras de gobierno.

El CESA, escuela líder en el ámbito empresarial, ha creado el Centro de Estudios en Gobierno Corporativo como el principal espacio en Colombia para la investigación, la formación, la difusión y el acompañamiento en la implementación de las buenas prácticas en todo tipo de organizaciones, y en ese empeño ha establecido programas de formación ejecutiva en gobierno corporativo, diseñado productos de intervención y adelantado una agenda de investigación con publicaciones dirigidas a diferentes auditorios como la comunidad académica internacional, los empresarios, los funcionarios públicos, los reguladores y los asesores que buscan comprender mejor el gobierno corporativo.

Los intereses en común de estos actores permiten el surgimiento de alianzas naturales que buscan magnificar el impacto positivo de los esfuerzos individuales en pro de la construcción de un mejor entorno para la actividad empresarial. En ese contexto la BVC ha trabajado con IFC y el CESA con el objetivo de continuar fortaleciendo el Reconocimiento Emisores –IR

mediante la definición de unos Lineamientos de Gobierno Corporativo en Revelación y Transparencia, y con el propósito claro de brindar a las empresas una herramienta que les permita determinar el contenido informacional que es aconsejable revelar. Comunicar de manera suficiente y oportuna es una tarea indispensable para las organizaciones que buscan alcanzar una valoración adecuada en el mercado, particularmente de los inversionistas actuales y potenciales.

Luego del ejercicio realizado consideramos útil presentar estos lineamientos a la comunidad internacional, pues las asimetrías de información son ubicuas y afectan a nivel global la consecución de financiación y el desarrollo de los mercados de capitales. Los lineamientos que el lector encontrará en esta publicación le permitirán reflexionar acerca de los contenidos que el inversionista espera recibir de la empresa para tomar decisiones informadas. Los diferentes aspectos que se abordan en estos lineamientos parten de un ejercicio que tuvo en cuenta la opinión de diversos inversionistas institucionales tanto nacionales como internacionales, de destacados funcionarios de bolsas de valores de diferentes países, expertos académicos, reguladores, y emisores de valores, y los lineamientos promulgados por varios organismos multilaterales. Por lo tanto, las recomendaciones representan un ejercicio comprensivo que esperamos sea de provecho para el sector empresarial.

Javier Díaz Fajardo,

Vicepresidente Comercial, Bolsa de Valores de Colombia.

Oliver Orton,

Gerente Programa de Gobierno Corporativo para América Latina y El Caribe,
International Finance Corporation – IFC.

Henry Bradford Sicard,

Rector, CESA – Colegio de Estudios Superiores de Administración.

Tabla de Contenido

1. Introducción	19
1.1. Justificación	19
1.2. Antecedentes	21
1.3. Sobre el Programa Reconocimiento Emisores - IR	22
 2. Soporte teórico en la construcción de los principios de revelación y transparencia	 26
2.1. Medios del gobierno corporativo: ¿quién gobierna?	26
2.2. Fines del gobierno corporativo: ¿para quién se gobierna?	31
2.3. Asimetrías de información y funcionamiento de los mercados	37
2.4. Asimetrías de información, revelación y transparencia	42
 3. Metodología en la construcción de los principios de revelación y transparencia	 50
3.1. Generalidades	50
3.2. Características de la información	53
3.3. Prácticas de revelación de información en la región y lineamientos de gobierno corporativo sugeridos por diferentes organismos	55

4. Lineamientos de gobierno corporativo en revelación y transparencia	65
4.1. Generalidades	65
4.2. Código de Gobierno Corporativo	67
4.3. Código de Ética o Conducta	71
4.4. Presentación Corporativa	73
4.5. Estructura Empresarial	74
4.6. Informe de Gestión	75
4.7. Reglamento de la Junta Directiva	79
4.8. Reglamento de la Asamblea de Accionistas	81
4.9. Resumen de la hoja de vida de los representantes legales y los miembros de Junta Directiva	83
4.10. Preguntas frecuentes	85
4.11. Información de sostenibilidad	87
4.12. Comités de apoyo de la Junta Directiva	88
4.13. Encuestas de adopción de prácticas de gobierno corporativo (Encuesta Código País)	90
4.14. Estatuto social	92
4.15. Entrega de Resultados	93
Referencias	97

1. Introducción

1.1. Justificación

La revelación de información y la transparencia corporativa reducen las asimetrías de información entre los emisores y los demás actores en los mercados de capitales. Por lo tanto, estas prácticas facilitan el funcionamiento de estos mercados, permiten una asignación más eficiente de los recursos en los proyectos de mayor generación de valor, favorecen la construcción de confianza con los inversionistas, así como la reducción de los costos de financiación de las empresas, la financiación de oportunidades de crecimiento rentables y, en última instancia, la creación de riqueza para los accionistas en particular, y para los diferentes grupos de interés alrededor de la empresa y la sociedad en general.

En este documento se discuten los argumentos teóricos y la evidencia empírica que soportan tales afirmaciones, buscando con ello una mayor comprensión acerca de la importancia que conlleva implementar buenas prácticas de gobierno que permitan reducir la opacidad de las empresas. Sin embargo, el valor fundamental de esta publicación consiste en centrar la atención en lo que es aconsejable revelar. Las empresas que buscan mayor transparencia frente a sus potenciales inversionistas y grupos de interés concuerdan en la necesidad y las bondades de hacerlo, pero en ocasiones no tienen claro qué tipo de información es conveniente comunicar, cuáles documentos serán mayormente valorados por sus contrapartes, y lo que esperan encontrar en ellos.

Esta iniciativa es válida y pertinente si se tiene en cuenta que los organismos multilaterales y los lineamientos de buen gobierno ofrecidos en el ámbito internacional destacan de manera recurrente la revelación de información y la transparencia como parte de las buenas prácticas que las empresas deben implementar para fortalecer sus sistemas de gobierno. Además, subrayan la importancia de revelar información material,

es decir, aquella necesaria para que los diferentes grupos de interés tomen decisiones acertadas respecto de la relación que tienen con la empresa, aunque no ofrecen una discusión detallada del tipo de información que es pertinente revelar.

Lo anterior genera diferencias importantes en las prácticas de revelación y transparencia en las empresas que deciden implementarlas. Por ejemplo, cada vez se hace más recurrente la adopción y revelación del Código de Gobierno Corporativo –el Código– como el conjunto de normas que definen el sistema de gobierno corporativo en las empresas. Sin embargo, en algunos casos la diferencia en la profundidad y cantidad de los aspectos abordados por los códigos genera un conjunto de normas detalladas y suficientes, pero en otros, por el contrario, configura un sistema de gobierno difuso. Igual sucede con los reglamentos de la junta directiva y de la asamblea general de accionistas, o con los códigos de ética. En principio las empresas que deciden construirlos, adoptarlos y revelarlos están implementando estándares similares de transparencia; no obstante, la profundidad y detalle de cada uno de estos documentos hacen que se conviertan en herramientas efectivas, o que por el contrario, representen intentos basados en buenas intenciones pero fallidos al tener en cuenta el objetivo que se persigue con su construcción y revelación.

Aunque estos lineamientos surgen de una iniciativa específica para el caso colombiano, especialmente debido al interés de la Bolsa de Valores de Colombia en trabajar en la construcción de un mercado más líquido y atractivo para los inversionistas locales e internacionales, su aplicabilidad trasciende el contexto local y representa una oportunidad para todas aquellas empresas emisoras de acciones o bonos que buscan alcanzar mayores niveles de revelación y transparencia lo que es necesario en cualquier mercado de capitales, pero especialmente en aquellos pertenecientes a países donde los marcos regulatorios aún están en desarrollo, y donde la adopción voluntaria de prácticas de buen gobierno puede complementar las provisiones legales nacionales y ayudar a la convergencia en cuanto a la adopción de estándares internacionales de buen gobierno.

1.2. Antecedentes

Buscando incrementar el nivel de revelación de información de los emisores colombianos, así como la comunicación entre estos y los inversionistas locales e internacionales, la Bolsa de Valores de Colombia estableció en el año 2013 el programa *Reconocimiento Emisores-IR*, mediante el cual las empresas participantes se comprometen de manera voluntaria a desempeñar mejores prácticas internacionales de relación con los inversionistas, y a revelar información suficiente y oportuna para sus diferentes grupos de interés. El programa se creó con el objetivo de hacer de Colombia un mercado más atractivo en la región para los inversionistas institucionales en el ámbito global y su primera etapa puede considerarse exitosa por diferentes razones: en primer lugar porque en él han participado un poco más de treinta emisores de valores tanto de renta fija como variable, los cuales han recibido su certificación al cumplir los requisitos establecidos; en segundo lugar, por cuanto el libro *Revelación de información y valor de las empresas en América Latina* resalta una mejoría representativa en las prácticas de revelación de las empresas colombianas, ubicando a las más bursátiles en el mercado colombiano en el primer puesto regional en cuanto a revelación de información. Estos hallazgos son sustentados en gran parte por el *Reconocimiento Emisores-IR (Investor Relations)*.

Teniendo en cuenta la efectividad del programa, y buscando mejorar su alcance, la Bolsa de Valores de Colombia designó como aliado académico al Centro de Estudios en Gobierno Corporativo del CESA para definir un estándar de contenido de revelación. Al respecto se seleccionaron catorce requisitos del Programa IR en los que el contenido puede hacer una diferencia en el proceso de revelación de información, y con base en ellos se revisaron las prácticas de las empresas con mejores índices de revelación en América Latina según el mencionado estudio (Trujillo y Guzmán, 2015); además, se analizaron las sugerencias de organismos globales, regionales y locales en cuanto a la transparencia corporativa, lo cual, con la colaboración de los equipos técnicos de la Bolsa de Valores de Colombia, International Finance Corporation (IFC) y el Centro de Estudios en Gobierno Corporativo (CEGC) del CESA, permitió estructurar dos documentos: el estándar de contenido para el Programa Reconocimiento Emisores - IR, de uso exclusivo para las empresas participantes, y los *Lineamientos de gobierno corporativo en revelación y transparencia* que presentamos en este documento, y que consideramos de interés general para todo tipo de empresa, independientemente del entorno institucional y el mercado de capitales al que pertenezca.

1.3. Sobre el Programa Reconocimiento Emisores - IR

Tal como lo describimos en una publicación previa (Trujillo y Guzmán, 2015), el Programa *Reconocimiento Emisores-IR* representa tal vez el antecedente más relevante relacionado con las buenas prácticas que propenden por la revelación y transparencia de las empresas en Colombia. De acuerdo con información provista por funcionarios de la BVC, este programa fue establecido en respuesta al bajo posicionamiento del país como destino de inversión en el ámbito internacional, según las encuestas telefónicas realizadas por JP Morgan en julio de 2011 a cuarenta inversionistas institucionales de Estados Unidos, Canadá y Europa (Reino Unido, Francia, Suecia, Suiza y Los Países Bajos) que administraban US\$1,2 trillones en acciones, de los cuales US\$57,2 billones estaban invertidos en empresas latinoamericanas. La encuesta incluía preguntas como ¿En cuáles países latinoamericanos los estándares de relaciones con inversionistas son más altos y en cuáles son más bajos? ¿De qué maneras pueden mejorar las relaciones con inversionistas en América Latina? ¿Con qué frecuencia necesita reunirse con la alta dirección de las empresas en las que ha invertido en la región? ¿Cómo podrían las empresas de la región competir por los inversionistas en mercados emergentes? ¿En cuáles países latinoamericanos son más altos los estándares de gobierno corporativo y en cuáles son más bajos? ¿De qué maneras se puede mejorar el gobierno corporativo en América Latina?

Según JPMorgan (2011), los encuestados percibieron a Brasil como el país más diferenciado con respecto a sus estándares de relaciones con inversionistas, mientras que señalaron a Colombia, México y Perú como los más rezagados. Para mejorar los niveles de revelación los inversionistas encuestados solicitaban no solo un mayor nivel de información, sino la disponibilidad de la misma en inglés, el incremento del contacto entre los inversionistas y la alta dirección de las empresas, y un manejo proactivo de la relación con los inversionistas. Además, sugerían a los emisores mejorar la protección legal de los inversionistas implementando estructuras de un solo tipo de acciones (evitando la emisión de acciones preferenciales sin derecho a voto), y revelar información sobre la compensación de los ejecutivos y directores, así como su nivel de independencia.

Según la BVC, las principales debilidades de las empresas colombianas se centran en una pobre revelación de la información tanto financiera como no financiera, y la baja accesibilidad e interacción con la alta dirección,

por lo que la Bolsa decidió trabajar en el mejoramiento de las prácticas de revelación y transparencia en el país. Para ello, y como un insumo importante, llevó a cabo entrevistas a inversionistas locales y extranjeros, así como a emisores en Colombia. Con ello la BVC buscaba atender cuatro problemas específicos identificados en el estudio de JP Morgan: i. Poca interacción con los inversionistas extranjeros; ii. Falta de comunicación periódica de resultados; iii. Carencia de información completa y detallada, y iv. Pobre uso del inglés.

Fue así como surgió el *Reconocimiento Emisores-IR* con el objetivo de hacer de Colombia un mercado más atractivo para la inversión, promoviendo entre los emisores la adopción de mejores prácticas en materia de revelación de información y relación con inversionistas. En síntesis, se pide a los emisores adoptar cuatro acciones principales: i. Reportar la información financiera con una periodicidad trimestral; ii. Presentar dicha información tanto en español como en inglés; iii. Nombrar un oficial de relación con los inversionistas con dependencia directa de un primer o segundo nivel dentro de la empresa, y iv. Realizar una reunión trimestral de entrega de resultados, o conferencia de resultados, donde el equipo directivo de la empresa (alta gerencia) establezca contacto directo con los inversionistas.

La información que deben revelar las empresas que desean obtener el *Reconocimiento Emisores-IR* es muy detallada e incluye: la estructura empresarial (informando las situaciones de subordinación y la relación con la sociedad matriz o controlante, las filiales y/o las subordinadas); el texto vigente del Código de Buen Gobierno, el Código de Ética, los Estatutos Sociales, el Reglamento de Funcionamiento de la Asamblea General de Accionistas y de la Junta Directiva; la copia de la última Encuesta Código País diligenciada; la descripción de los comités u órganos de apoyo a la Junta Directiva indicando sus funciones; el resumen de la hoja de vida de los representantes legales principales y miembros de la Junta Directiva, precisando aquellos que tienen la calidad de miembros independientes; las prácticas de Responsabilidad Social Empresarial adoptadas por el emisor; los estados financieros consolidados; la agenda de los eventos corporativos; el listado de analistas que desarrollan investigaciones económicas sobre los valores del emisor; la información de contacto de la oficina de relación con inversionistas que incluya, como mínimo, el número de teléfono y el correo electrónico; la sección de preguntas frecuentes; la presentación corporativa detallando las principales líneas de negocio o productos; el informe de gestión; el enlace a la página web de las bolsas extranjeras y/o

sistemas de negociación extranjeros donde se encuentren inscritos los valores del emisor; el documento utilizado para el último evento de entrega de resultados, así como el audio o transcripción de la presentación efectuada en el evento de entrega de resultados, junto con las preguntas y respuestas que hayan tenido lugar, entre otros (BVC, 2016).

Los requisitos mencionados se suman a aquellos que según la BVC (2016) debe cumplir cualquier emisor de valores en Colombia, como la publicación en la página Web de los prospectos de información y los avisos de oferta pública.

Para quienes emiten exclusivamente renta variable la BVC, a través del *Reconocimiento Emisores-IR*, solicita, además de lo anterior, la información disponible para los accionistas en la página Web de manera previa a las reuniones de la Asamblea General de Accionistas (ordinarias y extraordinarias): la convocatoria (fecha, hora y lugar); el orden del día desagregado; la lista de candidatos postulados por los accionistas a integrar la Junta Directiva; la información financiera y la documentación relevante para toma de decisiones en la reunión, y el proyecto de distribución de utilidades, cuando aplique. También se les solicita a los emisores de acciones el cuadro de dividendos por acción de los últimos cinco años (incluido el año actual), la fecha en que fueron decretados y la fecha de pago, así como adicionar a la agenda de eventos corporativos las fechas de reuniones ordinarias o extraordinarias para la Asamblea General de Accionistas, y las fechas pago de dividendos (BVC, 2016).

Por otro lado, según la BVC (2016), para que los emisores exclusivos de renta fija puedan obtener el *Reconocimiento Emisores-IR* es necesario que además publiquen información sobre las emisiones vigentes (tipo de valor, monto, etc.), las calificaciones vigentes y el nombre de la sociedad calificadora de valores contratada.

La BVC otorga el Reconocimiento IR de manera anual a las empresas que cumplen con estos estándares de revelación, y lo ha hecho en tres oportunidades: en los años 2013, 2014 y 2015. Las treinta y un empresas que recibieron el reconocimiento en 2015 fueron: Almacenes Éxito, Avianca Holdings, Banco Davivienda, Banco de Bogotá, Bancolombia, bbva Colombia, Bolsa de valores de Colombia, Canacol Energy, Celsia, Cementos Argos, Cemex Latam Holdings, Corporación de Ferias y Exposiciones S.A. –Corferias–, Codensa, Construcciones El Cóndor, Constructora Concreto, Ecopetrol, Emgesa, Empresa de Energía de Bogotá, Empresa de

Telecomunicaciones de Bogotá, Empresas Públicas de Medellín, Financiera de Desarrollo Territorial S. A. –Findeter–, Grupo Argos, Grupo Aval, Grupo de Inversiones Suramericana, Grupo Nutresa, Grupo Odinsa, Interconexión Eléctrica S.A., Isagen, Organización Terpel, Promigas, y Titularizadora Colombiana. Entre el 2013 y el 2014 salió de manera voluntaria la empresa Pacific Rubiales, en el 2014 ingresaron Avianca Holdings y Energía de Bogotá, y en el 2015 Corferias y Findeter.

Buscando medir el desempeño en el mercado de las empresas que participan en el programa y son emisoras de valores de renta variable, la BVC creó el COLIR, un índice compuesto por las acciones de las empresas que cuentan con el Reconocimiento IR y que hacen parte del índice COLE-QTY (acciones con mejor liquidez según cálculos de la BVC), donde la participación de cada acción dentro del índice es determinada por el flotante de cada una de las especies.

2. Soporte teórico en la construcción de los principios de revelación y transparencia

2.1. Medios del gobierno corporativo: ¿quién gobierna?

Las discusiones sobre gobierno corporativo, tanto desde la literatura de la economía financiera como desde la literatura legal, buscan entender y delimitar el fenómeno (definición del gobierno corporativo), especificar los actores, las estructuras, los mecanismos y los órganos claves (medios del gobierno corporativo), y establecer cuáles son sus objetivos (fines del gobierno corporativo) o, en otras palabras, definir para quién gobiernan las organizaciones. A partir de un enfoque legal Bainbridge (2003) afirma que existen diferentes posturas teóricas alrededor de los medios y los fines del gobierno corporativo.

Con relación a los medios, Bainbridge menciona la existencia de tres modelos diferentes en la literatura. El primero es el *Shareholder Primacy Model*, o modelo de la primacía de los accionistas o propietarios. Según el autor, en este modelo existen dos posturas: en la primera los derechos de propiedad son atribuidos a los accionistas, y por ende, tanto los miembros de junta directiva o directores, como los integrantes del equipo de alta gerencia son simplemente administradores de los propietarios de la empresa; en la segunda, y partiendo de los postulados de Coase (1937), la empresa se define como un nexo de contratos, y por eso ya no es de propiedad de los accionistas, sino que estos representan solo uno de los factores necesarios para la producción de bienes o servicios que confluyen a través de una serie de contratos explícitos e implícitos. Sin embargo, incluso asumiendo la firma como un nexo de contratos, los directores y gerentes continúan representando el papel de administradores de los propietarios, y por tanto, a estos se les reconoce un rol preponderante entre los diferentes constituyentes o grupos de interés alrededor de la empresa.

Bainbridge define el segundo modelo como el *managerialism*, o modelo de la primacía de los gerentes, el cual, siguiendo los postulados de Chandler (1977), concibe la empresa como una estructura dominada por gerentes profesionales. Chandler se refirió a la mano visible, en contraposición a Smith (1759, 1776), quien propuso que el mercado tiene la capacidad de autorregular la actividad económica, lo que denominó la mano invisible del mercado. Sin embargo, y de acuerdo con Chandler, quien realizó un análisis histórico de la evolución de las empresas en Estados Unidos entre 1840 y 1920, la empresa moderna bajo la administración de gerentes asalariados reemplazó al mercado realizando una coordinación más eficiente de la producción y distribución de los bienes y servicios. Para Bainbridge, en este modelo los accionistas son actores sin importancia, los directores figuras de liderazgo sin un poder real, y los gerentes son autónomos y toman las decisiones en la empresa según lo que ellos quieran o imponga la sociedad.

Bainbridge presenta formalmente un tercer modelo: el *Director Primacy Model*, o modelo de la primacía de los directores o miembros de junta. En este modelo el control de las empresas no está en manos de los propietarios o accionistas, pero tampoco en las de los gerentes. Para Bainbridge el modelo de primacía de los directores sigue los postulados de Arrow (1974), para quien es posible gobernar bajo un modelo de consenso cuando todos los actores tienen la misma información e intereses. Sin embargo, las asimetrías de información y la divergencia de intereses requiere establecer un modelo de toma de decisiones basado en la autoridad otorgada a un individuo o un cuerpo colegiado. Según Bainbridge, en la corporación moderna es imposible imaginar la toma de decisiones de los accionistas por consenso pues, además de los problemas de la acción colectiva, los accionistas no tienen la misma información y tampoco intereses similares.

En este tercer modelo la junta directiva personifica a la empresa; representa un conjunto de agentes que centralizan la información relevante y que cuentan con la autoridad formal para tomar decisiones. De acuerdo con Bainbridge este es un resultado que no se puede evitar “porque ni los accionistas, ni los empleados, ni otra parte relacionada con la empresa tiene la información o los incentivos necesarios para tomar buenas decisiones en asuntos operacionales o estratégicos” (2003, pág. 558). Además, Bainbridge ofrece argumentos para sustentar por qué este rol es desempeñado por la junta directiva y no por la alta gerencia: en primer lugar, las provisiones

legales y los estatutos organizacionales generalmente establecen que la alta gerencia está subordinada a las decisiones de la junta directiva, y en segundo término, en el pasado los equipos de alta gerencia utilizaban su poder para seleccionar, compensar y tomar ventaja de las relaciones personales con los miembros de las juntas directivas, capturando estos órganos de gobierno; sin embargo, en la actualidad las juntas directivas son más independientes de la alta gerencia, tienen un mejor acceso a la información, y los esquemas de compensación de los directores han mejorado, lo que hace que la primacía de los directores sea más plausible que la primacía de los gerentes.

Los tres modelos reseñados en lo que se conoce como medios del gobierno corporativo sitúan el control de la empresa en los accionistas, los directores o los gerentes, sugiriendo un poder para la toma de decisiones absoluto o mayoritariamente concentrado en uno de los tres actores. Sin embargo, en la práctica estos tres modelos coexisten, y la prevalencia de las características y postulados de uno de ellos sobre los otros dos depende de diferentes condiciones de la empresa y del contexto; por ejemplo, la propiedad dispersa hace que los modelos de primacía gerencial o primacía de los directores sean más plausibles. En contextos u organizaciones de propiedad dispersa el poder de los accionistas para controlar la empresa, las acciones de la gerencia y los procesos de toma de decisiones son difíciles de materializar. El anterior fenómeno, descrito por Berle y Means (1932), sugiere que cuando los accionistas mantienen una proporción muy baja de su riqueza personal y a la vez del capital de una empresa cualquiera bajo su propiedad, se pierde el interés sobre los asuntos estratégicos y operativos de la firma. Los gerentes y los directores se convierten en los directamente interesados en estos asuntos, y dirigen la empresa sin el control de los verdaderos propietarios.

Por ende, en empresas de propiedad dispersa, con muy baja concentración de la propiedad y un gran número de accionistas, la primacía puede estar en manos de los directores o los gerentes. Y tal como lo discute Bainbridge, uno u otro modelo se imponen según el poder real de la junta para controlar los equipos gerenciales, o el poder de la gerencia para capturar la junta directiva. La independencia es una medida que puede impulsar la primacía de los directores. El análisis realizado por Linck, Netter y Yang (2009) de la Ley Sarbanes-Oxley (SOX) en Estados Unidos señala una reducción en la participación de los ejecutivos o directores internos en las juntas, y un incremento de la participación de académicos, abogados, directores con

experiencia financiera y ejecutivos retirados. Además, muestra un incremento en las actividades de las juntas directivas y sus comités, especialmente los comités de auditoría, los cuales han duplicado el número de sus reuniones. Sus conclusiones señalan que los cambios implican juntas directivas más independientes, cuyos miembros trabajan más duro y reciben un mejor pago. Lo anterior sugiere que la normatividad puede fortalecer el poder de los directores para controlar la alta gerencia, y en consecuencia, el proceso de toma de decisiones.

Por otra parte, la gerencia puede capturar de diversas maneras la junta controlando el proceso de toma de decisiones, y en consecuencia, la empresa. Las asimetrías de información, y el poder concentrado del equipo de alta gerencia sobre información crítica para la toma de decisiones, disminuyen la capacidad y efectividad de la junta y de los directores independientes para controlar la empresa. Además, entornos que no cuentan con un mercado de directores formalmente organizado, con directores certificados o institutos de gobierno corporativo, facilitan a la alta gerencia la captura de la junta directiva. La falta de un mercado formal de directores lleva a la elección de los miembros de junta por referencias y a través de la red de vínculos sociales de quienes dirigen la empresa. Hwang y Kim (2009) señalan que los vínculos sociales son una fuente potencial e importante de dependencia de los directores en relación con el gerente. Shivdasani y Yermack (1999) manifiestan que cuando el gerente participa en el proceso de elección de los miembros de junta se encuentran con mayor regularidad directores “grises” o *grey directors*. De acuerdo con Trujillo, Guzmán y Prada (2015), los directores grises son miembros de juntas directivas que aparentemente son externos a la empresa y no tienen en principio conflictos de intereses, pero que resultan relacionados de alguna manera con la alta gerencia y que pueden respaldar al gerente en sus decisiones. En estas condiciones, la primacía gerencial es lo más probable.

La concentración de la propiedad indiscutiblemente favorece la primacía de los propietarios, otorgando un poder suficiente a un accionista o un grupo de accionistas para controlar las decisiones de la empresa. La propiedad dispersa, que en principio se pensó se convertiría en una regularidad en el ámbito global (Berle y Means, 1932), resulta ser más bien una excepción. Villalonga et al. (2015) presentan una revisión a la literatura en empresas familiares en la cual señalan diferentes estudios que resaltan la prevalencia de la concentración de la propiedad y diferentes tipos de accionistas controlantes, como bancos, gobiernos, otras corporaciones,

y las familias como el más común entre ellos. Además, para el caso de Estados Unidos reseñan la prevalencia de la concentración de la propiedad por las familias, señalando una participación de las empresas familiares del 33% en las grandes empresas listadas en bolsa, del 55% si se incluyen las pequeñas empresas listadas en bolsa y del 90% teniendo en cuenta todas las empresas, es decir, al incluir las empresas de capital cerrado.

Diversos autores, entre ellos La Porta, López de Silanes y Andrei Shleifer (1999), Faccio y Lang (2002), Claessens, Djankov y Lang (2000), y Chong y López de Silanes (2007), han ofrecido evidencia de la concentración de la propiedad alrededor del mundo, con especial énfasis en los países emergentes. Lo anterior demuestra que los accionistas controlantes son la norma antes que la excepción en el ámbito empresarial. En empresas con propiedad concentrada la primacía de los propietarios es más probable. Existen diferentes tipos de accionistas controlantes como el gobierno, las familias, los bancos, otros tipos de inversionistas institucionales, y otras empresas, y las motivaciones y deseos de control del accionista controlante conllevará el establecimiento de acuerdos de gobierno a nivel empresa que otorguen el poder sobre el proceso de toma de decisiones a los accionistas o a la junta directiva. Además, el marco legal puede facilitar la primacía de uno de estos actores. Por ejemplo, en Colombia solo las sociedades anónimas (una forma legal de organización empresarial –*corporations*) están obligadas a constituir la junta directiva. Por lo tanto, si la empresa adopta otro tipo legal de organización empresarial no necesitan constituir una junta directiva, y por ende, el modelo por excelencia es el de la primacía de los accionistas.

Sin importar cuál de estos tres modelos se desarrolla en una empresa en particular, una pregunta fundamental que trata de resolver la literatura es *¿para quién se gobierna en las empresas?*, o en otras palabras, *¿cuáles son los fines del gobierno corporativo?* Es decir, las decisiones que toman los accionistas, directores o gerentes, según el modelo adoptado por la empresa, deben tener un propósito particular y común. *¿Cuál es este propósito? ¿Qué intereses debe atender la empresa?*

2.2. Fines del gobierno corporativo: ¿para quién se gobierna?

Con respecto a los fines del gobierno corporativo, Bainbridge (2003) señala la existencia de dos clases de modelos que difieren según la postura con respecto a los intereses que la empresa debe atender: el primero sugiere que las empresas deben ser gobernadas para maximizar la riqueza de los propietarios y así atender los intereses de sus accionistas en primera instancia, es decir, que se gobierna para los accionistas. En la literatura de economía financiera diferentes autores han respaldado este argumento, y un trabajo que discute ampliamente esta lógica que soporta este tipo de modelos de gobierno corporativo es el de Shleifer y Vishny (1997). De acuerdo con estos autores “el gobierno corporativo se ocupa de las maneras a través de las cuales los proveedores financieros de las organizaciones se aseguran el retorno de su inversión. ¿Cómo los proveedores financieros logran que los gerentes les entreguen algo de las utilidades? ¿Cómo se aseguran que los gerentes no se apropien del capital provisto por ellos o lo inviertan en malos proyectos? ¿Cómo los proveedores de recursos financieros controlan a los gerentes?” (1997, pág. 737).

según este enfoque el gobierno corporativo se centra especialmente en diseñar mecanismos que protejan los intereses de los accionistas y de los tenedores de deuda, es decir, los intereses de aquellos que han otorgado de alguna manera financiación a las empresas. Para Shleifer y Vishny, los inversionistas deciden financiar las empresas porque a cambio reciben legalmente derechos de control sobre ellas, lo cual se traduce, por ejemplo, en el derecho a decidir respecto de operaciones trascendentales de la empresa y a elegir los miembros de las juntas directivas. Sin embargo, en algunos países con protección legal débil para los accionistas los derechos de voto pueden ser obviados, las juntas directivas no necesariamente representar los intereses de los propietarios, ya que sus niveles de independencia pueden darles un enfoque diferente, o en ocasiones pueden ser capturadas por la gerencia, como se discutió previamente. Además, la gerencia puede actuar de manera negligente o pasiva.

De acuerdo con Shleifer y Vishny, algunos países complementan los derechos al voto con una obligación de lealtad de los gerentes hacia los propietarios, por lo que bajo este esquema la alta gerencia representa los

intereses de los accionistas. Para estos autores, aunque algunos pueden desafiar tal postura al creer que los gerentes también deben ser leales a los empleados, a los acreedores financieros, a la comunidad, al estado y a la sociedad en general, existe una buena razón para exigir la lealtad de los gerentes hacia los accionistas. Finalmente, y a diferencia de lo que sucede con otros grupos de interés, una vez realizada la inversión de capital queda atrapada en la empresa y no se necesita más al accionista. Lo contrario sucede con los demás grupos de interés, por lo que los accionistas están más propensos a la expropiación y requieren de mayor protección, como el deber de lealtad hacia ellos.

De igual manera, los acreedores financieros reciben una serie de derechos legales para mitigar el riesgo a ser expropiados y, dependiendo de lo establecido en los contratos, pueden tomar acciones para recuperar todo o parte del dinero que han otorgado a través de líneas de crédito para financiar la empresa. Shleifer y Vishny resaltan diferentes derechos otorgados a los acreedores financieros a través de los contratos y el marco legal, como el derecho a tomar parte de los activos de la empresa para liquidar el saldo de las obligaciones, el derecho a liquidar la empresa en caso de quiebra, el derecho a votar para reorganizarla, o el derecho a reemplazar el equipo de alta gerencia.

Sin embargo, dependiendo de la protección legal a los inversionistas y el desarrollo de las instituciones, los derechos legales son en ocasiones difíciles de ejercer. Por lo tanto, para Shleifer y Vishny, los inversionistas pueden obtener más derechos de control efectivos incrementando el monto de recursos destinados a la empresa, de forma que para los accionistas tener una inversión que supera el 50% de la propiedad puede otorgar derechos de control más efectivos que el marco regulatorio. De igual manera, los acreedores financieros que son relevantes para la empresa debido a la cantidad de fondos que proveen pueden ejercer un control activo sobre la gerencia. Ser representativo en la estructura de financiación le otorga al acreedor una mayor capacidad de negociación y puede llevar a imponer mayores condiciones en los contratos de deuda. Además, los préstamos pueden otorgarse a corto plazo, implicando una renegociación de las condiciones de manera periódica.

De las discusiones presentadas hasta ahora se deduce, entonces, que la concentración de la propiedad otorga el control sobre el proceso de toma de decisiones a los accionistas (el modelo de *shareholder primacy* como medio del gobierno corporativo), y además facilita que la empresa

se gobierne en función de sus propios intereses (como fin del gobierno corporativo). Sin embargo, siguiendo con los planteamientos de Shleifer y Vishny, la presencia de grandes inversionistas en las empresas, sean estos accionistas o acreedores financieros, genera beneficios claros para los mismos, pero costos que son asumidos por otros grupos de interés. Beneficios en el sentido de que tienen los mecanismos de control suficientes para exigir y velar por el retorno de su inversión, y costos, porque el control que otorga la concentración de la propiedad sobre el proceso de toma de decisiones hace que los grandes inversionistas puedan representar y perseguir sus intereses, los cuales no necesariamente coinciden con los intereses de los demás constituyentes de la empresa, entre ellos empleados, gerentes, accionistas minoritarios u otros proveedores financieros. Shleifer y Vishny discuten los diferentes mecanismos de expropiación de la riqueza de otros grupos de interés por grandes inversionistas, como la expropiación directa y la expropiación ineficiente al perseguir objetivos personales que no maximizan la generación de valor que realiza la empresa.

Diferentes estudios ofrecen evidencia con respecto a la expropiación que ejercen los accionistas controlantes sobre otros grupos de interés en las empresas. Por ejemplo, Johnson y coautores definen *tunneling* como “la transferencia de activos y utilidades fuera de las empresas para el beneficio de aquellos que las controlan” (Johnson et al., 2000, pág. 22), y argumentan, a través del análisis de casos, que estas prácticas de expropiación se presentan no solo en economías emergentes sino de igual manera en economías desarrolladas y con sistemas legales fuertes. Bertrand, Mehta y Mullainathan (2002) ofrecen evidencia de *tunneling* en los grupos económicos familiares en India. Villalonga et al. (2015) ofrecen una completa descripción de la evidencia relacionada con el problema de agencia entre accionistas controlantes y minoritarios, y la clasifican en cinco tipos: i. Existencia de bloques controlantes o de diferencias entre la propiedad directa y los mecanismos de control indirecto sobre las empresas; ii. Premios que paga el mercado a los bloques controlantes; iii. Evidencia de los efectos negativos de la separación entre los derechos a flujo de caja (propiedad) y los derechos a voto (control); iv. Evidencia respecto del *tunneling*, y v. Evidencia sobre el impacto macroeconómico adverso relacionado con el control de la mayoría de empresas por familias adineradas.

De acuerdo con Bainbridge (2003), un segundo tipo de modelos sostiene que las empresas en general, y los directores y gerentes en particular, deben considerar los intereses de todos los constituyentes o grupos alrededor de la

firma en la toma de decisiones. Uno de los principales teóricos defensores de este tipo de modelos es Tirole (2001), quien argumenta que el enfoque tradicional basado en la generación de valor para los accionistas, o *shareholder value*, es demasiado reducido para realizar un análisis desde el punto de vista económico del gobierno corporativo, y define el gobierno corporativo como “el diseño de instituciones que inducen u obligan a la alta gerencia a internalizar el bienestar de los grupos de interés” (2001, pág. 4); además, afirma que infortunadamente existe poco análisis económico formal relacionado con la sociedad de los grupos de interés, o *stakeholder society*, debido a la gran aceptación que ha tenido el concepto de generación de valor para los accionistas. Según Tirole, existe una presunción general según la cual los contratos más imperfectos son los que ostentan los inversionistas con la empresa, pues los proveedores, los empleados y los clientes están mejor protegidos por los contratos o por la ley, y, en consecuencia, son los inversionistas quienes deben recibir mayor atención y control. Sin embargo, la evidencia demuestra que cuando los accionistas o inversionistas en control ejercen su poder, los demás grupos de interés son expropiados y sus necesidades y preferencias no son tenidas en cuenta, por lo que los contratos o la ley no resultan mecanismos eficientes para proteger sus derechos.

De acuerdo con Tirole, quienes se oponen a los modelos que buscan la maximización de las utilidades de los accionistas, desconociendo a los demás actores involucrados en la empresa, han señalado las consecuencias adversas que impone este enfoque, y que deben ser asumidas por los diferentes grupos de interés, por ejemplo, por los proveedores y los clientes que renuncian a otras oportunidades y que por lo tanto asumen costos colaterales cuando escogen los productos o servicios de la empresa; por los empleados que invierten su capital humano en la empresa y que diseñan su vida familiar para atender las demandas de su trabajo; por la comunidad que se ve afectada por la instalación o el cierre de plantas de producción o puntos de atención, y, además, por grupos de interés que no tienen una relación directa con la empresa, como los Estados o la sociedad como un todo. En ocasiones las empresas deciden implementar prácticas en contra de estos grupos de interés, como el soborno a los empleados públicos, la financiación a los grupos al margen de la ley, o la generación de impactos negativos al medio ambiente, lo cual es más común en entornos institucionales débiles, y en los países menos desarrollados. En conclusión, Tirole argumenta que “la empresa debe internalizar las externalidades sobre los diferentes grupos de interés” (2001, pág. 24).

Aún no existe un consenso universal respecto de los fines del gobierno corporativo. Algunos teóricos tienden a favorecer aquellos modelos cuyo fin último en la toma de decisiones es la maximización de la riqueza de los accionistas. Para Bainbridge (2003), cuando la junta directiva es responsable frente a los diferentes grupos de interés, en realidad no es responsable frente a ninguno, y no cuenta con criterios claros para tomar decisiones, para lo cual utiliza un ejemplo hipotético en el que una junta directiva delibera sobre la decisión de cerrar una planta obsoleta, lo que beneficiaría a los accionistas, los acreedores y los nuevos empleados al trasladar las operaciones a una planta más moderna, pero afectaría a los trabajadores que ejercen sus labores en la planta obsoleta. Para Bainbridge, si el asunto se enfoca desde el punto de vista de los grupos de interés la decisión se hace compleja y subjetiva. Además, sin una directriz clara la junta puede decidir atendiendo sus propios intereses, y si de alguna manera la mayoría de miembros se benefician con la planta obsoleta, decidirán mantenerla en funcionamiento. Sin embargo, si la regla de decisión es la maximización de la riqueza de los accionistas, la planta obsoleta indiscutiblemente será clausurada.

Para diversos autores, la aceptación de la maximización de la riqueza de los accionistas como un fin último del gobierno corporativo se desarrolla a partir de los argumentos de Friedman (1970), según el cual, en un sistema de libre empresa y de propiedad privada, los gerentes son empleados de los propietarios, por lo que su directa responsabilidad es con sus empleadores y consiste en dirigir las organizaciones de acuerdo con sus deseos, que en general están centrados en el uso eficiente de los recursos financieros, de forma que tomar acciones ineficientes desde el punto de vista de la maximización de la riqueza para beneficiar otros grupos de interés más allá de lo que demanda la ley hace que el gerente malgaste los recursos de los propietarios. Para Friedman, al realizar estas acciones los gerentes están imponiendo impuestos a los propietarios y decidiendo la manera de invertirlos, funciones que deben ser ejecutadas por quienes han sido elegidos para ese fin a través de procesos democráticos y electorales, es decir, por los funcionarios públicos. De acuerdo con esta línea argumentativa, la responsabilidad social de las empresas está en la maximización de la riqueza de los accionistas, y la responsabilidad de los gobernadores está en regular la actividad económica, definir la carga tributaria, y hacer una redistribución de la riqueza que favorezca los diferentes grupos de interés y la sociedad como un todo.

sin embargo, y en concordancia con los argumentos de Tirole (2001), los lineamientos de gobierno corporativo promulgados en el ámbito global validan la importancia de la maximización del valor de las empresas, y por ende, de la riqueza de los accionistas, sin desconocer otros actores o grupos de interés claves. Por ejemplo, los principios de gobierno corporativo de la OECD (2015) (Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico por sus siglas en inglés) dedican un capítulo especial al papel de los grupos de interés en el gobierno corporativo. “La competitividad y el éxito de una corporación es el resultado de un trabajo en equipo que involucra contribuciones de un conjunto de proveedores de recursos como inversionistas, empleados, acreedores, clientes y proveedores... El sistema de gobierno debe reconocer los intereses de los diferentes constituyentes y su contribución para el éxito de la corporación en el largo plazo” (2015, pág. 37). De igual manera, la OECD (2015) resalta la importancia de revelar información material que sea relevante para los empleados y otros grupos de interés, o que los impacte de manera significativa en su relación con la empresa.

Lo anterior sustenta la posición de Berk y DeMarzo (2011) quienes sostienen que el modelo ampliamente aceptado en Estados Unidos, en el que se prioriza la maximización del bienestar de los accionistas, no es universal, y resaltan la existencia de modelos en los cuales se les da participación explícita a diversos constituyentes en el gobierno de las empresas. Por ejemplo, países como Austria, Dinamarca y Alemania les otorgan representación en la junta directiva a los empleados, y los marcos regulatorios de más de una decena de países de la OECD establecen la necesidad de consultar e informar a las organizaciones representantes de los trabajadores sobre las principales decisiones corporativas.

Los argumentos previos determinan los fundamentos que sustentan por qué las empresas se gobiernan buscando el bienestar de sus accionistas y demás proveedores financieros, de otros grupos de interés relacionados contractualmente con la empresa, e incluso, de otras partes afectadas de manera indirecta por el desarrollo de la actividad económica empresarial. Lo anterior, para cumplir en primera instancia con las demandas impuestas por los marcos regulatorios, y en ocasiones, para fortalecer la reputación de la empresa y sus relaciones de largo plazo a través de la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo más allá de lo exigido por la ley.

2.3. Asimetrías de información y funcionamiento de los mercados

Para entender por qué la transparencia y la revelación de información hacen parte de los mecanismos utilizados para cumplir con los fines del gobierno corporativo es necesario discutir las implicaciones de las asimetrías de información en el funcionamiento de los mercados, la valoración adecuada de los activos financieros emitidos por las empresas, y la toma de decisiones de los grupos de interés relacionados con una empresa en particular.

Cuando se presentan asimetrías de información entre dos contrapartes en un mercado, se genera lo que en economía se denomina un problema de selección adversa. La teoría económica supone que la contraparte que tiene información privada, y que tiene una ventaja por las asimetrías de información, participará en el mercado buscando obtener beneficios económicos tomando ventaja específicamente de la información que posee. El problema de selección adversa afecta entonces la contraparte menos informada, que debe establecer mecanismos para decidir cuándo participar en el mercado y con qué contraparte relacionarse para evitar pérdidas económicas derivadas de su falta de información. Cuando las asimetrías de información son muy significativas y los participantes en el mercado no logran establecer mecanismos para solucionar el problema, se puede presentar una falla total del mercado que evita que se desarrolle el intercambio económico.

Akerlof (1970) realiza un análisis del problema de selección adversa señalando la existencia de diferentes grados de calidad para un mismo producto. De acuerdo con este autor, los compradores utilizan de manera intuitiva estadísticas relacionadas con la calidad de los productos que desean adquirir en diferentes mercados, y asignan precios promedio que corresponden a la calidad esperada del producto a comprar. En este escenario los vendedores de bienes de alta calidad no reciben una cantidad de dinero justa que compense el tipo de producto que llevan al mercado. Por lo tanto, algunos propietarios de los bienes de más alta calidad pueden decidir conservarlos antes que liquidarlos a los precios de mercado. En consecuencia, y de acuerdo con los planteamientos de Akerlof, las asimetrías de información pueden reducir el tamaño de los mercados y la calidad de los productos que se transan en ellos.

Akerlof utiliza el mercado de los vehículos usados para describir este problema y lo hace suponiendo la existencia de dos tipos de usados: buenos y malos. Los compradores no tienen información respecto del tipo de vehículo que les están ofreciendo y los vendedores siempre tienen incentivos económicos para afirmar que su vehículo está en las mejores condiciones, para así obtener el precio más alto en el mercado. Dado que los compradores anticipan este problema asignarán un precio promedio, teniendo en cuenta lo que pagarían por un vehículo usado bueno y por uno malo, además de la probabilidad asociada a que el producto comprado sea bueno o malo. Algunos vendedores de vehículos usados buenos pueden decidir retirar sus productos del mercado, dado que pueden considerar que el precio no los compensa de manera justa. En este escenario se reduce la proporción de vehículos usados en buen estado ofertados al mercado, lo que consecuentemente lleva a un precio promedio menor. Si el precio promedio llega a ser inferior a lo que espera recibir el vendedor de vehículos usados en buen estado menos exigente se presenta una falla total del mercado, en donde lo único que se transan son vehículos usados en mal estado.

Myers y Majluf (1984) parten de estos argumentos y los utilizan para describir lo que se espera que suceda con las empresas cuando buscan financiación a través de deuda o capital en el mercado. Para ellos las asimetrías de información entre el equipo gerencial, la junta directiva, e incluso los accionistas mayoritarios, por una parte, y por otra los externos a las empresas, generan un problema de selección adversa cuando se emiten acciones o bonos al mercado de capitales. Todas las empresas tienen los incentivos económicos para comunicar al mercado prospectos positivos respecto del futuro; es decir, aun cuando los equipos directivos no sean optimistas con respecto al futuro financiero de las empresas, no estarán dispuestos a revelar al mercado esta información, menos aún si requieren financiación externa para adelantar nuevos proyectos o modificar su estructura de capital actual. Por lo tanto, los inversionistas no están en capacidad de diferenciar entre las empresas que tienen un futuro promisorio y oportunidades de crecimiento realizables, y aquellas que se encuentran ante un futuro incierto. Por lo anterior, estarán dispuestos a comprar acciones o bonos a un precio que compense las asimetrías de información; en palabras de Akerlof: a un precio promedio para las empresas del sector, que seguramente no compensará justamente la emisión realizada por las empresas con futuro promisorio. Lo anterior puede llevar a que algunas empresas decidan no buscar financiación externa y prefieran perder oportunidades de crecimiento.

Otra interpretación que surge de estos planteamientos está relacionada con el *timing* del mercado: partiendo del supuesto de que el equipo directivo busca beneficiar en primera instancia a los accionistas actuales, las empresas buscarán vender acciones siempre que se encuentren sobrevaluadas por el mercado y evitarán venderlas cuando su precio sea inferior a lo que estima el equipo directivo. Las estimaciones de los internos tienen mayor probabilidad de ser acertadas debido a la información con la que cuentan para valorar las oportunidades de crecimiento y estimar la generación de los flujos de caja futuros de la empresa; por lo tanto, el mercado anticipa la decisión del equipo directivo y los nuevos inversionistas siempre estarán dispuestos a comprar acciones a un precio inferior al del mercado ante una nueva emisión de activos financieros.

Baker y Wurgler (2002) reseñan evidencias provistas por la literatura que permiten afirmar que el *market timing* es frecuente y real en el mercado de capitales, y las resumen en cuatro clases diferentes: 1. Las empresas tienden a recomprar acciones cuando los precios de las mismas en el mercado son relativamente bajos en comparación con su valor en los libros y con los precios pasados, y deciden emitir acciones cuando los precios están relativamente altos; 2. El *market timing* es en promedio exitoso al analizar el retorno de las acciones en el largo plazo teniendo en cuenta los cambios en la estructura de capital; 3. Las emisiones de capital se presentan cuando hay mayores niveles de optimismo en el mercado, y 4. Los precios de la acción en el mercado es uno de los principales factores que afectan las decisiones sobre nuevas emisiones, de acuerdo con las respuestas a encuestas anónimas realizadas a gerentes.

Debido a los problemas que generan estas asimetrías de información para las empresas en busca de financiación en el mercado, la pregunta que surge es: ¿qué pueden hacer las empresas para afrontar este problema?; en otras palabras, ¿qué acciones pueden implementar los equipos directivos para evitar las consecuencias adversas que genera el problema de selección adversa? La literatura de economía financiera presenta la señalización como un modelo para afrontar el problema de selección adversa: la parte que tiene información privada relevante para una relación contractual decide señalarla a través de su comportamiento a la contraparte menos informada. Spence (1973, 1974) realizó los primeros planteamientos al respecto analizando un mercado laboral competitivo en el que participan trabajadores con diferentes niveles de productividad. Dado que las empresas no conocen con exactitud la productividad de los trabajadores

que desean contratar, los salarios ofrecidos en el mercado reflejarán la productividad promedio esperada. En consecuencia, los trabajadores más productivos recibirán una baja compensación, mientras que los trabajadores menos productivos recibirán compensaciones superiores a las que resultarían equivalentes a su nivel de producción. Es así como los trabajadores más productivos cuentan con incentivos económicos para señalar a los potenciales empleadores su nivel de productividad.

De acuerdo con Spence, la educación puede servir al mercado laboral como una señal de la productividad del trabajador, y la lógica en que se soporta su argumento es que un mayor nivel de educación es menos difícil de alcanzar para las personas más productivas, y en consecuencia, puede representar un factor que diferencie a un trabajador más productivo de otro menos efectivo en el cumplimiento de sus funciones. Lo anterior no significa que la educación haga más productivo al trabajador. Infortunadamente las señales no pueden ser perfectas, por lo que un trabajador con un alto nivel de educación puede aun así resultar poco productivo, y por el contrario, un trabajador con bajo nivel de educación puede ser muy productivo. Sin embargo, si en términos generales esta regla se cumple, el mercado laboral adopta la educación como una señal de la potencial productividad del trabajador y define la oferta salarial de manera consecuente, lo que genera los incentivos económicos necesarios para que los trabajadores más productivos decidan alcanzar mayores niveles de formación, y en instituciones de educación más exigentes.

Ross (1977) utiliza estos argumentos en el marco de las finanzas corporativas y asegura que las valoraciones de las empresas dependen de las percepciones que los actores del mercado tengan de sus flujos futuros, aunque al final ninguna contraparte en el mercado conoce con exactitud la generación de caja que las empresas pueden llegar a alcanzar; entonces, debido a que los flujos que se descuentan para valorar una empresa son esperados y no reales, las acciones que implemente pueden afectar la percepción con respecto a los flujos futuros que generará. Por ejemplo, para Ross, cuando una empresa decide asumir cierto nivel de deuda que genera presión en el flujo de caja de manera constante, está señalando al mercado que espera generar los flujos de caja que le permitan atender el servicio de la deuda, y por ende, puede aumentar la confianza de los inversionistas con respecto al futuro de la empresa. En general, Ross identifica el nivel de deuda como una señal al mercado y sostiene que el valor de las empresas crece con el nivel de endeudamiento, debido a que su incremento

conllevará un aumento en la percepción del mercado respecto de la generación de valor que la empresa puede realizar.

Lo mismo puede suceder con la política de dividendos: cuando la empresa está declarando constantemente un porcentaje representativo de sus utilidades como dividendos, la señal que lanza al mercado es la capacidad que tiene de asumir los compromisos con los accionistas y conservar la liquidez necesaria para operar. El nivel de deuda o dividendos que se asume debe ser lo suficientemente demandante como para que una empresa que no tiene la misma capacidad de generar flujos de caja no lo pueda implementar. Por lo tanto, si la presión generada por estas políticas financieras sobre los flujos de caja solo puede ser asumida por empresas realmente líquidas, la señal que se envía al mercado sobre el tipo de empresa en el que el inversionista puede comprometer sus recursos financieros sin mayores riesgos financieros esperados es suficientemente creíble.

Otro trabajo que utiliza las decisiones financieras como un tipo de señal enviada al mercado es el de Leland y Pyle (1977), quienes consideran que las asimetrías de información entre prestamistas y prestatarios representan un desafío para los mercados financieros, pues los prestatarios cuentan con información respecto de las verdaderas características de sus emprendimientos y se inclinan a exagerar sus aspectos positivos, mientras que los prestamistas no están en completa capacidad de diferenciar cuáles de los proyectos a financiar conllevan mayores niveles de riesgos, por lo que los costos de financiación se distorsionan castigando los emprendimientos menos riesgosos. Sin embargo, las acciones de los emprendedores pueden de alguna manera transmitir la información que los prestamistas no logran percibir. Para Leland y Pyle la participación que un emprendedor decide conservar en el capital de la empresa es una señal de su calidad. Así, la voluntad de invertir en el emprendimiento puede señalar al banco o inversionista externo las bondades del proyecto. Finalmente, si la contraparte más informada decide colocar una proporción importante del capital está enviando una señal acerca de las expectativas de generación de caja en el futuro y, por ende, revelando de manera indirecta la información que posee el emprendedor y que no está disponible para los potenciales inversionistas externos.

Por su parte, Miller y Rock (1985) siguen la misma lógica e incorporan a la discusión las decisiones sobre dividendos, señalando cómo los cambios inesperados en las políticas de dividendos y en los niveles de endeudamiento

de una empresa pueden revelar al mercado los cambios que esperan aquellos con mayor información dentro de la empresa a favor o en contra de la generación de utilidades y caja futuras. De manera consecuente, cambios abruptos en las políticas de dividendos o endeudamiento pueden modificar las percepciones del mercado con respecto al valor de la empresa. Bajo esta lógica, la política de dividendos y sus cambios constituyen igualmente una señal que las empresas envían al mercado y que de alguna manera disminuyen las asimetrías de información.

Es necesario aclarar que los autores mencionados consideran que las señales que se envían al mercado para diferenciar a las empresas “buenas” de las “malas” deben ser costosas y difíciles de imitar y que, en consecuencia, las mejores empresas terminan asumiendo costos que generan ineficiencias en la asignación de recursos. Por ejemplo, mayores niveles de deuda o de pagos de dividendos implican mayores necesidades de financiación, lo cual trae costos asociados, o menores niveles de inversión, desaprovechando así las oportunidades de crecimiento de la empresa. Tal como lo resaltan en sus diferentes trabajos, estos problemas de asimetrías de información deben solucionarse de la manera más eficiente posible, evitando que las empresas asuman costos que finalmente perjudican a todos los participantes en el mercado y directamente la generación de riqueza que una empresa puede alcanzar para contribuir al desarrollo económico.

2.4. Asimetrías de información, revelación y transparencia

Tal como se ha discutido, las asimetrías de información reducen el tamaño de los mercados debido a una menor calidad en los bienes y servicios transados, y a un menor número de participantes dispuestos a interesarse en ellos. Lo anterior, aplicado a los mercados de capitales, implica que las empresas tienen una menor capacidad para conseguir financiación, y que cuando lo logran los recursos a los que pueden acceder son costosos, o por lo menos, más costosos que si no existiesen asimetrías en la información. Adicionalmente, entre más profundas son las asimetrías de información

más perjudiciales son las consecuencias que asumen los mercados, y por ende, las empresas. Estos argumentos permiten resaltar la importancia de reducir las asimetrías de información entre internos y externos. Así, las empresas más transparentes cuentan con una mayor capacidad para atraer la inversión, conseguir financiación en términos favorables, y financiar sus oportunidades de crecimiento de manera adecuada y suficiente.

Por lo tanto, es entendible que la mayoría de los lineamientos de gobierno corporativo hagan énfasis en la importancia de revelar al mercado la información de manera oportuna y adecuada. Por ejemplo, la OECD (2015) presenta un capítulo dedicado a la revelación y la transparencia, en el cual considera fundamental promover prácticas que faciliten la supervisión del mercado, el ejercicio de los derechos de los accionistas de la manera más informada posible, el conocimiento de los estándares éticos y ambientales bajo los que opera la empresa, y las relaciones que establece con la comunidad en la que desarrolla su actividad económica. Además, señala las consecuencias adversas de mantener la opacidad empresarial, resumidas en el comportamiento poco ético de los administradores y otros actores con poder en las empresas, la pérdida de la integridad de los mercados de capitales con costos para la economía en general, mayores costos de financiación para las empresas y una asignación ineficiente de los recursos financieros.

En ese orden de ideas, Klapper y Love (2004) realizan una discusión general acerca de la importancia que reviste para las empresas adoptar de manera voluntaria buenas prácticas de gobierno y transparencia, y su relevancia, especialmente en entornos institucionales relativamente débiles en los cuales ni las provisiones legales para proteger a los inversionistas, ni la aplicabilidad de la ley, garantizan de manera suficiente una protección legal adecuada para los accionistas, principalmente los minoritarios.

Los resultados de su estudio, realizado utilizando una muestra de empresas de catorce países emergentes, señalan diferentes aspectos relevantes a nivel país y a nivel empresa. En primer lugar los autores encuentran evidencia que soporta la hipótesis según la cual las empresas en etapas de crecimiento, y con necesidades relevantes de financiación externa, tienen más incentivos para adoptar buenas prácticas de gobierno y transparencia con el ánimo conseguir tasas más bajas, y en general, reducir su costo de capital. Lo anterior constituye evidencia empírica respecto de la importancia de la transparencia corporativa para reducir los costos de financiación de las empresas.

En segundo lugar, Klapper y Love demuestran que cuando los sistemas legales son débiles las empresas tienen en promedio sistemas de gobierno corporativo menos robustos y son más opacas; y viceversa: cuando los sistemas legales a nivel país son fuertes, las empresas configuran en su interior mejores sistemas de gobierno y son más transparentes. Lo anterior implica que los gobiernos deben fortalecer los marcos institucionales a nivel país para garantizar un mínimo de buenas prácticas en las empresas que desarrollan la actividad económica en su territorio. Sin embargo, estos autores hacen dos aclaraciones al respecto: i. No significa que las empresas con buen gobierno estén ubicadas solo en entornos institucionales fuertes, ya que se encuentran empresas con sistemas de gobierno corporativo fuertes a nivel firma en países con sistemas legales débiles, y ii. Este hallazgo tampoco resta importancia a los esfuerzos que las empresas pueden realizar de manera voluntaria para mejorar sus prácticas de gobierno, como se discutirá a continuación.

En tercer lugar, Klapper y Love encuentran que en general mejores prácticas de gobierno y transparencia están asociadas con un mejor desempeño financiero. Además, los resultados positivos de un buen gobierno son aún más representativos cuando las empresas se diferencian de sus pares en un mismo país y cuando los entornos institucionales son aun más débiles respecto de la protección que ofrecen a los inversionistas. Los autores aseguran que lo anterior sucede porque los inversionistas valoran incluso pequeñas mejoras en el sistema de gobierno de la empresa en comparación con otras empresas, ya que esto señala el compromiso de los accionistas controlantes a renunciar a beneficios que podrían tomar afectando la riqueza de los minoritarios, acciones que, además, el marco institucional no está en total capacidad de evitar.

Por su parte Durnev y Kim (2005) presentan resultados similares, para lo cual tienen en cuenta las prácticas de gobierno corporativo y la revelación de información de empresas en veintisiete países, lo que les permite contrastar sus predicciones teóricas provenientes de un modelo según el cual las empresas con mejores oportunidades de inversión, mayor concentración de la propiedad y mayores necesidades de financiación externa, adoptan en general mejores prácticas de revelación de información y gobierno, y por lo tanto resultan mejor valoradas por el mercado. Además, los autores aseguran que esta relación entre buenas prácticas de gobierno, revelación de información y valor de las empresas es aun más fuerte en entornos institucionales débiles. La intuición de los autores es que cuando la empresa tiene

oportunidades rentables de inversión y necesidades de consecución externa de fondos decide adoptar mejores prácticas. Además, entre más concentrada esté la propiedad, la presencia de un accionista mayoritario puede facilitar la adopción de buenas prácticas si lo considera conveniente, aun cuando el entorno legal no lo exija.

La contrastación empírica del modelo que realizan Durnev y Kim soporta sus predicciones. Los autores encuentran que las empresas están mejor gobernadas y son más transparentes cuando tienen oportunidades de crecimiento valiosas, necesitan financiación externa y su propiedad está más concentrada. Es más, estas relaciones positivas se hacen más fuertes en entornos institucionales más débiles. Para los autores lo anterior implica que las empresas deciden responder a entornos legales débiles adoptando buenas prácticas de gobierno corporativo más allá de lo exigido por ley. Lo cual cobra sentido con otro hallazgo presentado por ellos: los mercados valoran mejor las empresas más transparentes y con buenas prácticas de gobierno. Además, el premio que reciben las empresas bien gobernadas es más alto cuando el entorno institucional es débil, por lo que la adopción de buenas prácticas, más allá de las exigencias por ley, y aunque representa un esfuerzo adicional, es reconocida por el mercado, haciendo más factible la consecución de financiación y en mejores condiciones. Lo anterior puede incentivar a los accionistas controlantes a mejorar los sistemas de gobierno corporativo de sus empresas, renunciando a la opacidad propia de entornos institucionales débiles, y a adquirir un compromiso de trato equitativo con los diferentes grupos de interés alrededor de la empresa.

En ese sentido Trujillo y Guzmán (2015) reseñan diferentes trabajos que han demostrado una relación positiva entre las prácticas de revelación de información y transparencia y el valor de las empresas. Por ejemplo, Bhat et al. (2006) demuestran la existencia de una relación positiva entre la transparencia empresarial y la capacidad del mercado de realizar pronósticos acertados sobre el desempeño futuro de las empresas. Además, corroboran la importancia de revelar información financiera y no financiera, especialmente aquella relacionada con las prácticas de gobierno corporativo de la empresa.

A su vez, Anderson, Duru y Reeb (2009) encuentran que el involucramiento de la familia en la empresa solo será positivo para su desempeño si previamente existen acuerdos de gobierno y de revelación de información que mitiguen el potencial comportamiento oportunista que aquella pueda adoptar,

afectando la riqueza de los demás accionistas. En otras palabras, la opacidad corporativa junto con la propiedad familiar impacta negativamente el desempeño de las empresas. Leuz et al. (2009) encuentran menores niveles de inversión extranjera en empresas ubicadas en entornos institucionales débiles y con malas prácticas respecto de la revelación de información y la transparencia.

La evidencia que resalta la importancia de la revelación de información y la transparencia no se limita a países desarrollados, y como se ha discutido previamente, resulta particularmente relevante para empresas ubicadas en entornos institucionales débiles como los que caracterizan a los países emergentes. Diferentes estudios, como los de Patel et al. (2002), Morey et al. (2009), y Chi (2009), utilizan muestras conformadas por empresas ubicadas en países emergentes y encuentran que la transparencia corporativa está relacionada con un mayor valor de las empresas en el mercado.

Lo anterior pone en evidencia que diferentes investigadores alrededor del mundo han encontrado soporte empírico para las discusiones teóricas. Es decir, existe una estrecha relación entre la transparencia y el valor de mercado de las empresas, por lo que aquellas menos opacas encuentran más sencillo financiar oportunidades de crecimiento rentables. Pero resulta más interesante para las empresas en entornos institucionales débiles el hecho de que los mercados valoren aquellas que se diferencian de sus pares adoptando prácticas de buen gobierno más allá de lo exigido por ley. Según estudios previos, la adopción voluntaria cobra relevancia. Así, Cheung et al. (2010) utilizan una muestra de empresas chinas y demuestran que los premios de mercado y la mejor valoración están exclusivamente relacionados con la revelación voluntaria que deciden adoptar. Incluso en algunos escenarios se discute la diferencia entre revelación y transparencia, afirmando que la primera implica cumplir con lo que exige la ley, y la segunda presentar de manera apropiada información de vital importancia para la toma de decisiones por los diferentes grupos de interés, no solo aquella requerida por ley sino además la revelada de manera voluntaria, para que sea de fácil acceso y entendimiento para sus usuarios.

Lo anterior señala nuevos rumbos en las investigaciones: en lugar de centrar el interés en si es o no valioso revelar información, lo que se asume, y que ya ha sido suficientemente corroborado por diferentes autores, es entender qué es valioso revelar para el mercado y cuál es la mejor forma de hacerlo. En esta nueva corriente se encuentran los trabajos de

Garay et al. (2013), y Trujillo y Guzmán (2015). Por ejemplo, el estudio de Garay et al. (2013) se enfocó inicialmente en corroborar lo fundamental, y luego en profundizar en ello, resaltando los aspectos más relevantes en el proceso de revelación de información; así, se analizó el comportamiento de la revelación de más de cuatrocientas setenta y tres empresas en América Latina a través de sus páginas web, específicamente en cinco componentes: i. Reportes periódicos (especialmente reportes financieros); ii. Noticias sobre aspectos relevantes financieros y de gobierno; iii. Formatos de presentación de la información (incluyendo el idioma); iv. Contacto directo con el inversionista, y v. Opciones de participación y revelación a través de audio y video. Las mediciones se realizaron en tres momentos diferentes: 2006, 2008 y 2010, y la muestra incluyó empresas de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Los resultados muestran diversos aspectos: 1. Un bajo nivel de revelación en la región a través de las páginas web; 2. Una mejora paulatina en la mayoría de países en términos de revelación a través del tiempo; 3. Las prácticas de revelación se ven afectadas por el sector industrial al que pertenece la empresa, ya que algunos de ellos son en general más propensos a la revelación que otros, lo que cobra sentido debido a las diferencias en los marcos regulatorios según la actividad económica de las empresas; 4. Las empresas con ADRs, es decir, listadas en el mercado estadounidense (además del latinoamericano de origen), resultan menos opacas, lo cual tiene sentido debido a las exigencias en términos de revelación que impone la Bolsa de valores de Nueva York (NYSE, por sus siglas en inglés); 5. Las firmas más grandes tienden a ser menos opacas, lo que implica un proceso de adopción de buenas prácticas en la media en que la empresa se consolida, y 6. La transparencia es mayor en aspectos en los que tradicionalmente se espera que así sea, ya que las empresas son más transparentes respecto de la información financiera, y menos transparentes en el establecimiento de contacto directo con los inversionistas, y en opciones de participación y revelación a través de audio y video.

Aunque los anteriores resultados son relevantes, los que se consideran más importantes en este estudio son los siguientes. Existe una relación positiva y significativa entre el nivel de revelación de la empresa, el desempeño contable y el valor en el mercado, es decir, empresas más transparentes efectivamente se desempeñan mejor y son mejor valoradas en los mercados de capitales. Además, utilizando técnicas de análisis de componentes principales, se hace evidente que lo que más impacta el valor de

mercado y el desempeño de las empresas son las prácticas de revelación relacionadas con el establecimiento de contacto directo con los inversionistas, y con las opciones de participación y revelación a través de audio y video. Por lo tanto, lo que más valora el mercado es aquello que está más relacionado con la adopción voluntaria y que diferencia a una empresa de las demás. Finalmente, estos componentes resultaron los de menor nivel de revelación en el estudio.

Por su parte, Trujillo y Guzmán (2015) tomaron una muestra de las empresas que participaron en los mercados financieros latinoamericanos (esta vez cuatrocientas cincuenta y cuatro) entre 2010 y 2013. En su estudio el análisis se centró en las prácticas de revelación de las empresas a través de los informes de gestión, y otro tipo de documentos disponibles en las páginas web de la empresa o de otros organismos, y de relativamente fácil acceso para los inversionistas. Se analizaron las prácticas de revelación relacionadas con la junta directiva, el resumen ejecutivo, la información general de la empresa, el sistema de gobierno corporativo, la responsabilidad social corporativa, la información financiera, la gestión de riesgos, la dimensión social o las prácticas de relación con los empleados, y la responsabilidad con los clientes, proveedores y accionistas.

Los resultados muestran: 1. Que el informe de gestión es una herramienta fundamental pues recopila la mayor cantidad de información que la empresa pone a disposición de sus accionistas; 2. Que con el paso del tiempo los niveles de opacidad siguen disminuyendo en la región, por lo menos para las empresas listadas en bolsa; 3. Que los sectores industriales muestran diferentes niveles de revelación; 4. Que los aspectos de menor revelación están relacionados con el sistema de gobierno de la empresa, la junta directiva y las prácticas de relación con los empleados, y 5. Que las empresas cuyas acciones son más bursátiles o líquidas muestran un mayor grado de transparencia.

Sin embargo, en este trabajo en particular los resultados más relevantes son: 6. Que las empresas menos opacas en términos financieros reportan estados financieros más conservadores, lo que implica que una mayor transparencia reduce el riesgo de reportes financieros con utilidades sobreestimadas; 7. Que al analizar el comportamiento de los países, aunque todos en general presentan una tendencia positiva en los niveles de transparencia, el cambio en el caso colombiano para las empresas más bursátiles resulta significativo, pues el conjunto de empresas seleccionadas pasaron

de tener los menores niveles de revelación a figurar como líderes en la región en términos de transparencia. Al buscar una explicación a este comportamiento tan positivo se encontró que el Programa IR establecido por la Bolsa de Valores en Colombia, como ya se describió en la introducción, propone la adopción voluntaria de prácticas de revelación de información y transparencia corporativa, lo que ha modificado positivamente los niveles de revelación en este mercado de capitales, por lo que nuevamente se hace evidente la importancia de adoptar buenas prácticas más allá de lo que exigen los marcos regulatorios en cada país, y 8. Que de nuevo se encuentra una relación positiva entre los niveles de revelación, el valor de las empresas en el mercado y su desempeño financiero en los libros. Sin embargo, los aspectos que más explican esta relación tienen que ver con la revelación de información referente a las juntas directivas, a los riesgos legales y a la responsabilidad con los clientes, los proveedores y los accionistas. Otros aspectos importantes son la revelación de información del sistema de gobierno, de la responsabilidad con los empleados y de la responsabilidad social corporativa en general. Lo que definitivamente no tiene un impacto sobre el valor de las empresas es la revelación de información financiera, el resumen ejecutivo y la información general de la empresa, lo cual no significa que esta información sea intrascendente, sino que simplemente el mercado la espera y da por hecho que debe ser revelada. Sin embargo, la información complementaria, no necesariamente financiera, que permite elaborar un mejor análisis de la situación de la empresa, es más valorada por el mercado.

En general los análisis previos señalan la relevancia de los esfuerzos que han hecho los organismos multilaterales en el ámbito internacional, los organismos de supervisión, los entes regulares y otros actores claves a nivel país, y la alta dirección a nivel empresa para reducir los niveles de opacidad empresarial. Adicionalmente, en la presente publicación se destacan la pertinencia y justificación de tales discusiones, pues de lo que se trata es de ofrecer lineamientos de contenido que permitan evidenciar lo que los actores en el mercado de capitales esperan encontrar en los diferentes documentos corporativos, y lo que generalmente incluyen las empresas con buenas prácticas de gobierno corporativo, lo cual constituye una guía útil para las compañías que están continuamente buscando mejorar sus niveles de revelación de información y su transparencia corporativa.

3. Metodología en la construcción de los principios de revelación y transparencia

3.1. Generalidades

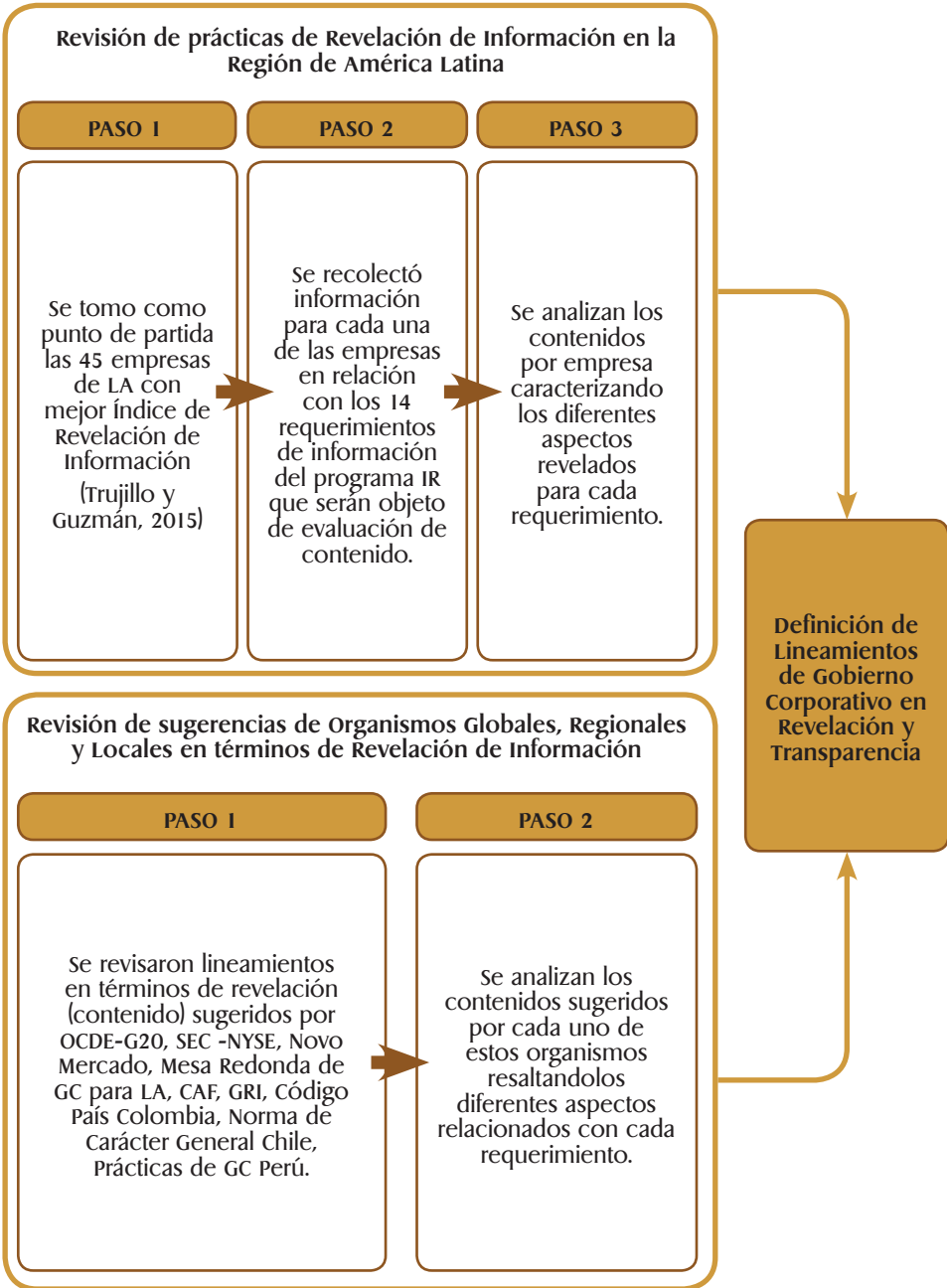
El propósito de estos lineamientos de gobierno corporativo en transparencia y revelación es proveer a las empresas una herramienta que les permita determinar el contenido informacional valorado positivamente por el mercado. Comunicar de manera suficiente y oportuna es una tarea primordial para las organizaciones que buscan alcanzar una valoración adecuada en el mercado, particularmente de los inversionistas actuales y potenciales. Para definir estos lineamientos se analizó el contenido informacional provisto por empresas líderes en revelación de información en Latinoamérica, principalmente a través de sus páginas web, y se tuvieron en cuenta los requerimientos y estándares propuestos por los organismos regionales y globales con respecto al deber ser en términos de la información presentada al mercado por las compañías, lo cual constituye el insumo para la construcción de un conjunto de lineamientos de revelación de información –contenido– para las empresas.

Con el fin de construir un criterio no sesgado y ajustado a la configuración institucional y al dinamismo de los mercados de capitales en América Latina, inicialmente se revisaron los resultados obtenidos por Trujillo y Guzmán (2015) en relación con las prácticas de revelación de información de las empresas listadas en los siete mercados de capitales más grandes de la región (Brasil –Bovespa y segmento Novo Mercado–, México, Chile, Colombia, Perú y Argentina) para el periodo 2010-2013. Teniendo en cuenta los resultados de este estudio se seleccionaron las cuarenta y cinco empresas con mejores índices de revelación de información financiera y no financiera en el año 2013. Luego se procedió a la revisión de la información

divulgada por esta muestra de compañías en cada uno de los catorce aspectos de los veintisiete que hoy comprenden los requerimientos establecidos por el programa *Reconocimiento Emisores-IR*, y que son considerados por la Bolsa de Valores de Colombia y el Centro de Estudios en Gobierno Corporativo del CESA como requerimientos en los que el contenido revelado puede hacer una diferencia de cara a la información que espera el mercado (Código de Buen Gobierno, Código de Ética, Presentación Corporativa, Estructura Empresarial, Informe de Gestión, Reglamento de la Junta Directiva, Reglamento de la Asamblea General de Accionistas, Resumen de la hoja de vida de los Representantes Legales y miembros de Junta Directiva, Sección de preguntas frecuentes, Informe de sostenibilidad, Descripción de comités de apoyo de la Junta Directiva, Encuesta de Código País, Estatutos y entrega de resultados).

En la búsqueda de validez externa para los contenidos analizados en este grupo de empresas, se procedió a revisar los lineamientos en términos de revelación (contenido) sugeridos por organismos internacionales como los Principios de Gobierno Corporativo promulgados por la OECD-G20, la Guía de Gobierno Corporativo de la Bolsa de Valores de Nueva York –nyse–, la Regulación de Novo Mercado en Brasil, el Libro Blanco de la Mesa Redonda de Gobierno Corporativo para Latinoamérica, los Lineamientos para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo del Banco de Desarrollo de América Latina –caf–, los Estándares y Principios de Revelación del Global Reporting Initiative –gri G4–, el Código de Mejores Prácticas Corporativas o Código País para Colombia, la Norma de Carácter General sobre difusión de información relacionada con prácticas de gobierno corporativo adoptada por las sociedades anónimas abiertas en Chile y los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas. Realizado lo anterior, se analizaron los contenidos sugeridos y relacionados con cada uno de los catorce requerimientos antes mencionados (Figura 1).

Figura 1. Proceso de Definición de los Lineamientos de Gobierno Corporativo en Revelación y Transparencia



Fuente: los autores.

El principio básico que sustenta los lineamientos propuestos es la materialidad de la información. El concepto de materialidad hace referencia a aquel tipo de información cuya omisión o declaración errónea influye en las decisiones económicas tomadas por sus usuarios. Dicha información hace parte del análisis y por ello un inversionista razonable debería considerarla importante en el proceso de toma de decisiones de inversión o de votación. Aspectos materiales son todos aquellos que reflejan un impacto sustantivo de la empresa en los ámbitos económico, social y medioambiental. La conceptualización de la materialidad de la información ha sido propuesta por diferentes organismos en el proceso de definición de estándares y lineamientos de transparencia y revelación (IASB, 2010; OCDE, 2015; GRI, 2015; SEC, 2016).

El interés por contar con un conjunto de recomendaciones que las compañías puedan implementar en términos de revelación de información se sustenta, en primer lugar, en el deseo de disminuir las asimetrías existentes entre los actores de mercado (gerentes con mayor información respecto de los prospectos de la empresa, versus diferentes tipologías de accionistas o inversionistas con habilidades disímiles en el acceso y uso de la información), y en segundo lugar, en la posibilidad de mejorar la formación de capital y la eficiencia en la asignación de recursos en el mercado de capitales. Para la SEC (2016) la revelación de información útil para la toma de decisiones puede conducir a un incremento en la supervisión de los gerentes de las empresas, desalentar procesos de fraude, mejorar la formación de precios y aumentar la liquidez en el mercado. De la misma manera, unos requerimientos efectivos en revelación deberían propender por la integridad de los mercados de capitales y la construcción de un entorno de confianza para el inversionista.

3.2. Características de la información

El conjunto de recomendaciones en materia de contenido para la información revelada al mercado debe enmarcarse en unos principios que permitan darle el carácter de utilidad. Entre los principios propuestos por organismos multilaterales como el gri (2015) están:

La *Integridad*, referida a la necesidad de presentar información completa que permita a los diferentes grupos de interés valorar acertadamente el desempeño de la organización en los aspectos sociales, económicos y medioambientales.

El *Balance*, que señala la importancia de revelar aspectos que reflejen los resultados tanto positivos como negativos de la gestión de la compañía sobre un asunto en particular, tratando de mitigar potenciales sesgos en la presentación de la información. Proporcionar una imagen objetiva de la gestión de la empresa conducirá a evitar influir en las decisiones o juicios de los usuarios de la información.

La *Comparabilidad*, hace referencia a la manera en que la organización debe procesar la información para comunicarla de forma lógica y consistente, a fin de que pueda ser comparable con la información histórica que ha sido revelada al mercado en periodos anteriores. La comparabilidad le permite al usuario de la información tener una trazabilidad de la gestión de la empresa en el tiempo y entre las empresas pares.

La *Precisión* resalta la importancia de presentar información precisa y con un alto grado de detalle de tal manera que facilite procesos de evaluación por sus usuarios.

La *Oportunidad* señala la importancia de ser consistente al momento de comunicar en la información, considerando la necesidad del usuario de contar con información oportuna y en el momento preciso. La regularidad en la presentación de información constituye uno de los aspectos claves en el proceso de toma de decisiones informadas.

La *Claridad* se refiere a la manera en que el usuario tiene acceso a la información, y supone que la empresa debe garantizar que la misma esté disponible de forma que facilite su entendimiento por los diversos interesados.

Finalmente, la *Confiabilidad* congrega todos los principios anteriores al poner de manifiesto que el proceso de revelación de información debe estar circunscrito a un marco de contenido cierto y material.

La revelación de información es una buena práctica de gobierno corporativo por cuanto permite disminuir la brecha informacional entre los diversos actores del mercado. Trujillo y Guzmán (2015) resaltan que un sistema de revelación de información débil, y prácticas no transparentes, puede contribuir a un comportamiento no ético y a la pérdida de la integridad del

mercado, con altos costos no solo para la compañía y sus accionistas, sino para la sociedad como un todo. Por lo tanto, la transparencia corporativa es beneficiosa para las empresas y sus contrapartes en el mercado. Sin embargo, algunas desventajas asociadas a las prácticas de transparencia corporativa se han relacionado con los costos de comunicar información. No se espera que los requerimientos en revelación impongan costos irracionales a las empresas, ni tampoco que se revele información que exponga la posición competitiva de la compañía, a menos que sea necesaria para soportar decisiones de inversión y evitar confundir al inversionista.

Por lo anterior, la escogencia apropiada de unos lineamientos en materia de revelación no es un ejercicio trivial dado que estos deben considerar la naturaleza de la empresa, así como las características de los diferentes usuarios de la información, quienes difieren no solo en tipología sino en necesidades de información. Si bien algunos inversionistas pueden tener algún grado de sofisticación que les imprime ser selectivos en el acceso y uso de la información, otros pueden carecer de recursos o habilidades para procesar e interpretar la información disponible. Por lo anterior, la diversidad de la audiencia que accede a la información también influye en la manera en que las compañías deciden cómo revelarla. Para la SEC (2016) debe existir un equilibrio entre los costos y los beneficios asociados con los lineamientos propuestos para llevar a cabo el proceso de revelación de información para las empresas en el mercado.

3.3. Prácticas de revelación de información en la región y lineamientos de gobierno corporativo sugeridos por diferentes organismos

Como se mencionó, el punto de partida para la definición de los lineamientos en revelación de información fue la revisión de las respectivas prácticas en las cuarenta y cinco empresas con mayor nivel de transparencia y revelación de información tanto financiera como no financiera durante el periodo 2010-2013 para seis países de la región (Colombia, Chile, México, Argentina, Perú y Brasil) en sus correspondientes mercados de

Tabla 1. Empresas líderes en la región de América latina en Revelación de información según Trujillo y Guzmán (2015)

PAÍS	EMPRESAS	NO. DOCUMENTOS
Colombia	BVC	83
	Celsia S.A.	65
	CEMARGOS	73
	Ecopetrol	67
	ETB	39
	Grupo Argos	41
	Isagen	33
	Total Colombia	401
México	CMR	9
	Corporación Moctezuma	27
	Credito Real	19
	CYDSA	9
	Empresa ICA	28
	Fomento Económico Mexico	31
	Gentera	31
	Gruma	15
	Grupo Bimbo	38
	Grupo Elektra	21
	Grupo Gigante	20
	IXE - BANORTE	46
	Total México	294
Perú	Luz del Sur	16
	South Copper	57
	Total Perú	73

PAÍS	EMPRESAS	NO. DOCUMENTOS
Chile	AFP Capital	19
	Aguas Andinas	15
	Banmedica	8
	Blumar	21
	Cencosud	21
	Colbun S.A.	26
	Corpbanca	24
	Puerto Ventanas	40
	Sigdo Koopers	30
	Total Chile	204
Argentina	Molinos de la Plata	15
	Total Argentina	15
Brasil	ITAUD Unibanco Holding S.A.	39
	Localiza Rent a Car	30
	Lojas Renner	32
	Magnsita Refratarios	22
	Natura S.A.	18
	Paranapanema	28
	Petrobras	30
	Porto Seguros	25
	Rossi Residencial S.A.	22
	Sao Carlos	21
	Suzano papel e celulose S.A.	32
	Tractebel	27
	TUPY S.A.	21
	WEG S.A.	31
	Total Brasil	378
TOTAL REGIONAL		1365

Fuente: los autores.

capitales (Trujillo y Guzmán, 2015). Para el caso particular de Brasil se tuvo en cuenta tanto Bovespa como Novo Mercado. Debido a la metodología que se siguió en el estudio previamente mencionado, entre las cuarenta y cinco empresas seleccionadas estaban aquellas que comunicaban mayor información a los usuarios a través de sus páginas web.

La revisión de las prácticas en estas empresas se realizó nuevamente teniendo en cuenta la información disponible en las páginas web de cada compañía en relación con los documentos que sustentan los catorce requerimientos definidos por el programa *Reconocimiento Emisores-IR*, aspectos estos en los que el contenido puede hacer una diferencia en el proceso de revelación. Es importante resaltar que la información relacionada con los componentes mencionados y que no se adjuntó a la página web de la empresa no fue considerada como parte del análisis; y es que algunas compañías pueden reportar un alto volumen de información pero no necesariamente lo hacen a través de la página web, lo que puede dificultar el acceso del usuario a la información.

La Tabla 1 muestra las empresas con mejores índices de revelación por país y el número de documentos analizados para cada una de ellas. Lo que se puede observar es que Brasil, México, Chile y Colombia poseen el mayor número de empresas líderes en materia de revelación con 14, 12, 9 y 7 respectivamente, mientras que Perú y Argentina solo cuentan con 2 y 1 respectivamente. Adicionalmente, de los 1.365 documentos revisados provenientes de las cuarenta y cinco empresas, Colombia y Brasil proveen el mayor número relacionados con la temática objeto de análisis (401 y 378 respectivamente).

El propósito detrás del análisis del nivel de revelación de este conjunto de empresas era obtener una caracterización alrededor de una estructura de contenido comprehensiva para cada componente, lo cual sirvió de base para determinar el número de aspectos que se pueden tener en cuenta para cada uno de ellos, y permitió realizar una valoración del nivel de cumplimiento por empresa en relación con la estructura de contenido propuesta, a partir de las mismas prácticas del conjunto de empresas analizadas. En la **Tabla 2** se presenta para cada componente el número de aspectos que conforman la estructura y el porcentaje de cumplimiento en términos de revelación por cada empresa analizada. De manera general se observa que dentro de la información revelada los contenidos más robustos provienen del Código de Buen Gobierno y del Informe de Gestión Anual

que realizan las compañías; por el contrario, la información relacionada con la estructura empresarial y la descripción de los comités de apoyo de la junta directiva se divulga con un menor nivel de profundidad.

Es importante resaltar que si bien estas empresas son líderes en la región en materia de revelación, no alcanzan en su totalidad el nivel de cumplimiento. Dentro del conjunto de las cuarenta y cinco empresas seleccionadas el rango de cumplimiento varía entre un 44 y un 86% aproximadamente. El nivel más alto de cumplimiento proviene de la sección de preguntas frecuentes dentro del proceso de relacionamiento con el inversionista, mientras que el nivel más bajo tiene su correspondencia en la descripción de los comités que sirven de apoyo a la junta directiva. Lo anterior sugiere que aún existe una ventana de trabajo para mejorar los niveles de revelación y calidad de la información presentada al mercado.

Tabla 2. Nivel de revelación de información por requerimiento

NO.	REQUERIMIENTO	ÍTEMS	NO. EMPRESAS QUE ATIENDEN EL REQUERIMIENTO	NIVEL DE REVELACIÓN [%]
1	Código de Buen Gobierno	97	20	56,24%
2	Código de Ética	28	41	78,48%
3	Presentación Corporativa	18	45	63,01%
4	Estructura Empresarial	7	43	49,50%
5	Informe de Gestión	50	44	73,38%
6	Reglamento de la Junta Directiva	34	21	70,59%
7	Reglamento de la Asamblea de Accionistas	36	15	65,36%
8	Resumen de la Hoja de vida de Representantes legales y miembros de Junta	13	34	64,03%

NO.	REQUERIMIENTO	ÍTEMS	NO. EMPRESAS QUE ATIENDEN EL REQUERIMIENTO	NIVEL DE REVELACIÓN [%]
9	Sección de preguntas frecuentes	5	29	86,21%
10	Informe de Sostenibilidad	13	43	61,54%
11	Descripción de comités de apoyo de la Junta Directiva	8	34	44,29%
12	Encuesta Adopción Prácticas de Gobierno Corporativo (Código País)	1	7	-
13	Estatutos	20	38	84,21%
14	Entrega de Resultados	24	44	60,80%

Fuente: los autores.

En relación con la construcción del contenido de referencia para el Código de Buen Gobierno se evidencia un alto nivel de desagregación de la información recogida en el documento, el cual está constituido por secciones relacionadas, entre otros, con el propósito y alcance del Código; la presentación de la empresa; la estructura o sistema, y órganos de gobierno como la Asamblea General de Accionistas, la Junta Directiva y el equipo de alta gerencia; el control de la gestión; las iniciativas de responsabilidad social, y el conflicto de intereses. Se resalta que aunque este es un documento que da cuenta de los compromisos que en términos de gobierno ha definido la organización, tan solo veinte de las cuarenta y cinco empresas cuentan con un Código de Buen Gobierno, y en ellas el nivel de cumplimiento es tan solo del 56%.

Los requerimientos 6 y 7 hacen referencia a los reglamentos que sustentan la dinámica de los principales órganos de gobierno en la organización como la Asamblea General de Accionistas y la Junta Directiva. En relación con la asamblea, el reglamento sugerido comprende aspectos que describen su dinámica en términos de alcance y facultades, y otros conducentes a su realización como la convocatoria, la agenda, la asistencia, la participación, el lugar de realización, los mecanismos y procesos de votación, el papel del presidente de la asamblea, los procesos de elección de los miembros de junta directiva y de la revisoría fiscal, la información relevante

en el orden del día, etc. Con base en la estructura construida, la valoración del cumplimiento de revelación en ese aspecto señala que tan solo el 33% de las empresas cuentan con un reglamento que provea las directrices para la realización de las reuniones anuales, y el nivel de cumplimiento en revelación de las empresas que cuentan con dicho reglamento es del 65%. En el caso de las directrices de funcionamiento de la junta directiva, la estructura del reglamento se plantea alrededor de temáticas relacionadas, entre otros, con la composición, los roles, las responsabilidades e inhabilidades de sus miembros, los criterios de selección de los mismos, su remuneración, el proceso de convocatoria, los procesos de inducción a los nuevos miembros, la asistencia, el registro de las reuniones a través de las actas y la agenda. Lo encontrado en este aparte es que del total de empresas analizadas solo veintiuna (47%) cuentan con este reglamento alcanzando un nivel de cumplimiento del 71% aproximadamente en el contenido propuesto.

Dentro de los componentes que la mayoría de empresas atienden se encuentran aquellos relacionados con la presentación corporativa, la estructura empresarial, los estatutos corporativos, el código de ética y todos aquellos que sustentan el proceso de rendición de cuentas hacia el mercado, como el informe de gestión, el informe de sostenibilidad y la evaluación de la entrega de resultados de manera periódica durante el año de gestión. De nuevo, aunque las empresas divulguen en su mayoría información relacionada con estos componentes, los niveles de cumplimiento alcanzados en relación con el contenido varían entre un 50 y un 98%.

Para el caso del informe de gestión anual la valoración realizada según la estructura de contenido de referencia está alrededor del 73%, lo cual indica que a pesar de la importancia que el mercado asigna a este componente, y que en principio debería ser atendido en su totalidad, la profundidad de la información presentada en pro de llenar las expectativas de los diversos grupos de interés de la organización aún está en proceso de mejoramiento. De la misma manera el componente 10, asociado con el informe de sostenibilidad, alcanza un nivel de cumplimiento en contenido del 62% y puede ser robustecido en el futuro cercano. Para el caso del componente 12, relacionado con la encuesta de adopción de prácticas de gobierno corporativo, que en este caso solo aplica para Colombia a través de la Encuesta Código País, no se presenta en la Tabla 2 una valoración del nivel de cumplimiento dado que su estructura, en términos de contenido a través de las recomendaciones sugeridas, está previamente definida para todas las empresas colombianas dentro de este grupo de empresas en la región. Lo que se hizo respecto de este componente

Tabla 3. Recomendaciones de diferentes organismos en relación con los requerimientos

No.	Requerimiento	OECD G20	NYSE	Novo Mercado	GRI
1	Código de Buen Gobierno	1	1	1	0
2	Código de Ética	1	1	1	0
3	Presentación Corporativa	1	1	0	0
4	Estructura Empresarial	1	1	1	0
5	Informe de Gestión	1	1	0	0
6	Reglamento de la Junta Directiva	1	1	1	0
7	Reglamento de la Asamblea de Accionistas	0	1	1	0
8	Resumen de la Hoja de vida de Representantes legales y miembros de Junta	1	1	0	0
9	Sección de preguntas frecuentes	1	0	0	0
10	Informe de Sostenibilidad	1	1	0	1
11	Descripción de comités de apoyo de la Junta Directiva	0	1	0	0
12	Encuesta Adopción Prácticas de Gobierno Corporativo (Código País)	1	0	1	0
13	Estatutos	0	0	1	0
14	Entrega de resultados	0	1	1	0

Documentos Revisados:
 OECD G20 Corporate-Governance-Principles - v. Disclosure and transparency
 NYSE Listed Company Manual - Corporate Governance . Section 3
 BM&Bovespa - Novo Mercado Listing Regulation
 GRI G4 Reporting Principles and Standard Disclosures

Fuente: los autores.

Código de Mejores Prácticas Corporativas -Código País-	Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo -CAF-	Mesa Redonda Latino Americana de Gobierno Corporativo	Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas	Frecuencia de las recomendaciones en estos documentos
1	1	1	1	87,50%
1	1	1	0	75,00%
1	1	0	1	62,50%
1	1	1	1	87,50%
1	1	0	1	62,50%
1	1	1	0	75,00%
1	1	0	0	50,00%
1	1	1	0	62,50%
1	1	0	0	37,50%
1	1	1	0	75,00%
1	1	1	1	62,50%
1	0	1	0	50,00%
1	1	1	1	62,50%
1	1	1	1	75,00%

fue una revisión cualitativa relativa al nivel de profundidad en las explicaciones a las respuestas ofrecidas por las empresas. Se encuentra diversidad al respecto, y algunas respuestas más comprehensivas y reveladoras que otras.

Es necesario aclarar que con el propósito de hacer más robusta la estructura de contenido propuesta, adicionalmente al análisis de las prácticas de revelación realizadas por las empresas mencionadas, se llevó a cabo una revisión de las consideraciones que en materia de revelación sugieren organismos internacionales a fin de tener una mirada más amplia que provea validez externa y que sustente la construcción de los Lineamientos en Transparencia y Revelación de Información. La información a revelar a través de los catorce componentes es reconocida dentro de las sugerencias propuestas por los diferentes organismos o referentes en gobierno corporativo consultados (OECD, NYSE, Novo Mercado, Libro Blanco de la Mesa Redonda de Gobierno Corporativo para Latinoamérica, CAF, GRI G4, Código País Colombia, Norma de Carácter General para Emisores en Chile, Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas).

Aunque la mayoría de los requerimientos son mencionados de manera directa o indirecta por lo menos en el 50% de los lineamientos revisados (a excepción de la sección de preguntas frecuentes con referencia en 37,5% de los documentos revisados), las recomendaciones de estos organismos se concentran en contenidos incluidos principalmente en los códigos de buen gobierno, la estructura empresarial, el código de ética, el reglamento de la junta directiva, el informe de sostenibilidad y la entrega de resultados periódicos a los diferentes grupos de interés (referenciados por lo menos en el 75% de los documentos analizados). Otros requerimientos abordados en más de la mitad de los lineamientos revisados son el informe de gestión, la presentación corporativa, el perfil de los representantes legales y los miembros de junta directiva, la descripción de los comités de apoyo a la junta y los estatutos de las empresas (**Tabla 3**). El reglamento de la asamblea general de accionistas y las encuestas de adopción de prácticas de buen gobierno son mencionados exactamente en la mitad de los documentos consultados. Esperamos que la importancia de los reglamentos para las asambleas se incremente en la medida en que la concentración de la propiedad en las empresas hace que la junta directiva pierda algo del papel protagónico que ejerce en el sistema de gobierno corporativo de las empresas. Bajo estas condiciones, la asamblea general de accionistas se hace más importante y necesita reglas claras relacionadas con el buen gobierno.

4. Lineamientos de gobierno corporativo en revelación y transparencia

4.1. Generalidades

Los diferentes estándares de revelación de información en el ámbito internacional, definidos, por ejemplo, por *The Global Reporting Initiative* (GRI) o *The International Financial Reporting Standards* (IFRS), resaltan la importancia de que se haga sin sesgo, y que sea comparable, precisa, oportuna, clara y veraz. Sin sesgo, por la necesidad de informar sin favorecer a alguno o algunos de los grupos de interés alrededor de las organizaciones; comparable, a fin de realizar análisis históricos o respecto de pares en la industria; precisa, al evitar ambigüedades y errores de quien la toma; oportuna, para que las personas que deben tomar decisiones lo puedan hacer en el momento adecuado; clara, para no distraer la atención de analistas y otros interesados, u originar pérdida de tiempo en la depuración, y veraz, es decir, que refleje la realidad de lo que sucede en la empresa, evitando una manipulación cualitativa o cuantitativa que induzca a error a los diferentes grupos de interés en el proceso de toma de decisiones.

Por lo tanto, la revelación de información incrementa la transparencia respecto del actuar de las empresas, permite a los diferentes interesados realizar un análisis más preciso de las organizaciones en las que tienen algún tipo de interés, y facilita una toma de decisiones financieras más acertada, además de una administración de los riesgos oportuna y consciente. Es por esto que entre más transparentes sean las empresas más fácilmente atraen a los inversionistas locales e internacionales y mejor se valoran en el mercado, en comparación con aquellas que deciden tener altos niveles de opacidad.

Lo anterior resalta la importancia de implementar iniciativas que incrementen la transparencia corporativa y faciliten el desarrollo de los mercados de capitales, y sustenta la necesidad de establecer no solo qué aspectos deben ser revelados por la empresa que busca informar de manera precisa al mercado sobre su situación actual y sobre la previsión de su comportamiento futuro, sino definir el nivel de detalle o contenido que debe proporcionar a los interesados para que realicen una adecuada y precisa evaluación de su situación.

Es por ello que los *Lineamientos de gobierno corporativo en revelación y transparencia* apoyan a las empresas que han decidido implementar buenas prácticas de gobierno corporativo, y que han mostrado un compromiso real con la transparencia y la revelación de información, contribuyendo al desarrollo del mercado y facilitando el análisis autónomo de los grupos de interés. El contenido sugerido por los *Lineamientos* promueve la divulgación detallada de las prácticas de gobierno acogidas por la empresa, y apoya la presentación periódica de la información material requerida por todos los grupos de interés.

Los lineamientos se construyen a partir de las buenas prácticas de revelación de las empresas líderes en Latinoamérica, y de los lineamientos de buen gobierno propuestos por los organismos multilaterales y regionales, y de las bolsas de valores o segmentos de mercado referentes para Colombia. Específicamente se seleccionaron en total cuarenta y cinco empresas con alto nivel de transparencia de seis países en la región (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), y se tuvieron en cuenta los lineamientos sobre gobierno corporativo y prácticas de revelación de la OECD G20 *Principles of Corporate Governance*, los GRI G4 *Reporting Principles and Standard Disclosures*, el Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo –caf–, la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo, la *Novo Mercado Listing Regulation*, el NYSE *Listed Company Manual*, la Norma de Carácter General No. 385 –Chile–, los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas y el Código Colombiano de Mejores Prácticas Corporativas –Código País–. El análisis detallado de la metodología que se sigue para construir los *Lineamientos de gobierno corporativo en revelación y transparencia* se encuentra en el capítulo tres destinado para tal fin.

4.2. Código de Gobierno Corporativo

Justificación:

Los fundadores, propietarios, miembros de las juntas directivas y quienes conforman la alta gerencia configuran, retroalimentan y, en consecuencia, modifican constantemente la cultura de sus empresas, por lo que el éxito que estas puedan alcanzar en la implementación de buenas prácticas depende de su comprensión, compromiso y apoyo al buen gobierno corporativo. Lo anterior implica un interés real y genuino de los actores clave para con las buenas prácticas, que trascienda la normatividad impuesta por el entorno legal, y la establecida de manera voluntaria por la empresa, y se traduzca en un compromiso permanente con el buen gobierno reflejado en un actuar coherente de quienes conforman la organización. Es necesario entender que las buenas prácticas son posibles mediante un compromiso real y no simplemente produciendo normas que pretendan regular el comportamiento humano. Una vez incorporado el compromiso a la realidad de la institución, el siguiente paso es construir un marco de referencia para establecer políticas y códigos internos. Sin embargo, lo anterior requiere elaborar una reflexión acerca de las buenas prácticas y su adaptación a la historia y realidad de cada empresa. Para que estos documentos cobren legitimidad al interior de la organización es importante construirlos a través de un proceso de reflexión y participación colectiva, de tal forma que sean apropiados de manera natural por quienes conforman la empresa.

El Código de Gobierno Corporativo constituye un documento único que busca formalizar, sintetizar y dar a conocer las normas relacionadas con el buen gobierno establecidas por una organización. La consolidación de las disposiciones voluntarias y regulatorias adoptadas por las empresas evidencia el compromiso adquirido por los órganos de gobierno en busca de una gestión que atienda los diferentes grupos de interés. Por lo tanto, se considera el Código de Gobierno Corporativo como un medio para desarrollar y presentar información sobre las buenas prácticas de gobierno ejercidas por la compañía, emitiendo a su vez una señal de garantía en términos de equidad y transparencia para las diferentes partes interesadas. Este documento incluye normas que buscan mejorar el funcionamiento de los órganos de gobierno, la relación con diferentes grupos de interés y la transparencia de la empresa.

Recomendación:

A continuación se mencionan las diferentes secciones que se proponen para el Código de Gobierno Corporativo y los lineamientos de contenido para cada una de ellas.

Se sugiere que el Código de Gobierno Corporativo cuente con un índice general en donde se incluya una breve presentación del documento que contenga como mínimo sus objetivos y principios (reglas o normas para orientar el comportamiento de las personas en la organización), y la especificación de los destinatarios. Una presentación comprensiva del código debe incluir la identificación de la sociedad en términos de estructura de propiedad, naturaleza de la compañía, objeto social y grupo empresarial a la que pertenece, en caso de presentarse; además, es pertinente mencionar los lineamientos de referencia corporativa que la caracterizan, en los que se pueden incluir la misión, la visión, los valores, la mención del código de ética y las diferentes políticas empresariales relevantes para el buen gobierno.

Con el fin de establecer un marco de relacionamiento con los inversionistas (accionistas y/o tenedores de deuda corporativa) se sugiere destinar una sección al grupo de vinculados, en donde se presente la normatividad de la empresa relacionada con los derechos y responsabilidades de los inversionistas, pero también las políticas de trato equitativo, los lineamientos para la realización de la convocatoria de la asamblea de accionistas (junta de socios o similar, o incluso asambleas de tenedores de deuda), y la información referente a los diferentes mecanismos definidos formalmente para el contacto directo y la atención al inversionista. Es importante establecer las normas internas que regulan las Transacciones por Partes Relacionadas (TPRs), pues permiten evidenciar el compromiso que adquieren los accionistas mayoritarios de ceñirse a las reglas del mercado en este tipo de operaciones, y de salvaguardar los intereses de los minoritarios y otros grupos de interés que se pueden ver afectados por las mismas. Por lo tanto, en este Código se debe incluir la política de transacciones con partes relacionadas, o si está estipulada en el Código de Ética de la empresa, es aconsejable hacer referencia a su existencia.

Adicionalmente, se propone incorporar a este código el reglamento interno de la asamblea de accionistas, o cualquier órgano similar, en el cual se detalle la información referente a sus funciones, reuniones, quórum

establecido, convocatoria, información durante la convocatoria y orden del día. Si la empresa cuenta con este reglamento como un documento independiente, es preciso evitar la duplicidad de información, y remitirlo al usuario.

El Código de Gobierno Corporativo es el documento apropiado para brindar información acerca de las normas inherentes a la junta directiva como el órgano principal en el sistema de gobierno corporativo interno, de forma que es aconsejable consignar explícitamente las normas referentes a su funcionamiento, composición y renovación o cambio a fin de facilitarle una adecuada actividad. Por lo tanto, un Código comprensivo debe incorporar aquellas pautas relacionadas con la composición de la junta y el perfil de cada uno de sus miembros, los tipos de reuniones, los mecanismos de convocatoria y quórum, y, además, determinar las funciones y responsabilidades de los miembros, y las políticas para su remuneración y evaluación. Así mismo, se recomienda incorporar la conformación, clasificación, funciones y reglamento de los comités que hacen parte de la junta directiva, en conjunto con las políticas de contratación de asesores externos. Nuevamente, si existe un reglamento de junta directiva como documento independiente es preferible evitar la duplicidad de información y direccionar al usuario de la información al mencionado documento.

Por otro lado, estos lineamientos proponen incluir de manera detallada las funciones y responsabilidades, el proceso de elección, y las políticas de remuneración y evaluación de la administración, los ejecutivos y otros directivos, estableciendo orientaciones y requerimientos claros que atiendan las expectativas de la organización. En lo posible las políticas de remuneración deben especificar si siguen algunas pautas que permitan gestionar la carga tributaria de los ingresos para los miembros de alta gerencia y junta directiva, y si ello tiene repercusiones fiscales para la empresa. Además, en este caso en particular, y dado que el Código representa un conjunto de normas internas, el énfasis debe estar puesto en los procedimientos para definir la compensación y no en los montos específicos devengados en un periodo en particular.

Con la intención de preservar las buenas prácticas de revelación, el Código de Gobierno Corporativo incorpora las normas internas relacionadas con el componente de transparencia y divulgación de la información tanto financiera como no financiera, y sugiere revelar los estándares de contabilidad que guían la construcción de la información financiera, las

disposiciones relacionadas con la publicación de los estados financieros de la empresa y la información relevante acerca de su futuro, además de las normas para la revelación de las situaciones de control sobre otras compañías, la participación en distintas sociedades, y los sistemas de compensación definidos para los miembros de junta y el equipo de alta gerencia. En este Código se deben presentar las políticas de divulgación, protección y seguridad de la información de la empresa, junto con los estándares y medios de revelación establecidos por la misma. De conformidad con el modo como la empresa concibe la responsabilidad social empresarial es recomendable asignar un apartado en el Código de Gobierno Corporativo a la información sobre el establecimiento de compromisos o normas que guíen el relacionamiento con los distintos grupos de interés y el sistema de gestión de la responsabilidad social de la organización.

Una parte de las normas que establece el Código para la empresa está dedicada al ambiente de control y su conjunto de políticas, principios, normas, procedimientos y mecanismos de verificación y evaluación aplicables a toda la organización. Por lo tanto, una primera división de este conjunto de normas podría enfocarse en los elementos que se desarrollan al interior de la empresa, mencionando e identificando el sistema de control interno, la misión y función de la auditoría interna, la gestión de riesgos de la organización y, de forma paralela, las responsabilidades del control disciplinario; la segunda división se puede enfocar en los mecanismos de control externo, compilando información sobre las regulaciones internas relacionadas con los requisitos, el nombramiento, las responsabilidades y la remuneración del revisor fiscal, al igual que las inhabilidades e incompatibilidades de su actuación.

Finalmente, se recomienda a las compañías consignar en el Código de Gobierno Corporativo una sección destinada a la gestión de los potenciales conflictos de interés que identifique su definición, tratamiento, inhabilidades e incompatibilidades, políticas de divulgación y mecanismos de resolución de las posibles controversias que se puedan generar al interior de la organización. También se puede incluir un apartado que haga mención a las normas internas de la compañía relacionadas con la mitigación de estos conflictos.

Una vez realizados los esfuerzos pertinentes destinados a consolidar el Código de Gobierno Corporativo, es importante presentar en conjunto, y de manera periódica, un informe de evaluación y cumplimiento con el fin de

evidenciar la aplicación de las prácticas estipuladas y el nivel de compromiso de la compañía con el Código. Este informe se puede presentar como parte integral del Informe de Gestión, lo cual se analizará posteriormente.

4.3. Código de Ética o Conducta

Justificación:

El Código de Ética o Código de Conducta presenta de manera estructurada un conjunto de reglas que obedecen a los valores que fundamentan el actuar en la empresa; en él se establecen los principios y expectativas que gobiernan el comportamiento de los individuos y la organización, y que trascienden el compendio de normativas en un contexto en particular. En consecuencia, el ejercicio de construcción de este tipo de códigos facilita una mayor transparencia en la cultura de la organización, además de apoyar el buen clima laboral. Es necesario garantizar la flexibilidad de este código de manera que se revise periódicamente para que refleje el aprendizaje de la empresa respecto de la conducta adecuada de sus constituyentes. Regularmente este tipo de códigos incluye un variado rango de normas que van desde el establecimiento de responsabilidades de los empleados por su actuar en relación con conflictos de intereses claramente identificados, el uso y manejo de información confidencial y privilegiada, las transacciones con partes relacionadas, el uso de los recursos de la empresa, hasta las normas relativas a los obsequios, los sobornos, las comisiones, e incluso las políticas anticorrupción relacionadas con contribuciones a movimientos y partidos políticos o entidades gubernamentales.

Al considerar la organización moderna como un conjunto de vínculos establecido entre las actividades económicas y los participantes voluntarios –grupos de interés–, es necesario implementar mecanismos que propendan no solo por la maximización del valor entregado a los mismos, sino que en el proceso de generación de valor se haya dado un tratamiento ético a todos los grupos de interés. En ese sentido el Código de Ética se ha convertido en un mecanismo que puede ser extendido más allá de un enfoque de cumplimiento, que busca mantener un espíritu colectivo

promoviendo un comportamiento moral positivo, mientras de manera simultánea establece esfuerzos por prevenir aquellos que van en detrimento de los intereses y bienestar de la empresa y la sociedad como un todo. Sin embargo, es importante resaltar que dado que el Código de Ética hace parte de los documentos corporativos que soportan la estructura de gobierno de la empresa, el equipo de alta gerencia adquiere la responsabilidad de comunicar y establecer un diálogo consistente y permanente de todos los aspectos éticos que se espera sustente el actuar de la organización.

Recomendación:

En términos de contenido se recomienda incorporar la presentación y ámbito de aplicación del código, y los valores y principios de la empresa, los cuales son base para el desarrollo de los lineamientos éticos que facilitan la interpretación de las normas de conducta establecidas. Así mismo, se sugiere consignar pautas de comportamiento relacionadas con asuntos como el manejo de la información confidencial y privilegiada de la empresa; la obligación de informar sobre actuaciones ilegales o sospechosas de los diferentes grupos de interés; la relevancia del respeto a las normas establecidas por el marco regulatorio y las propias de la organización; el predominio de la ética en el actuar; la necesidad de una actitud preventiva; el compromiso con la protección y uso adecuado de los activos de la sociedad; la importancia de colaborar con las autoridades, y los ejemplos de incumplimiento, así como las sanciones a las que se hace acreedor quien falte a lo estipulado en el Código de Ética vigente de la organización.

Además de las pautas de comportamiento mencionadas, y con el propósito de administrar asuntos concernientes a la relación de los funcionarios de la empresa con terceros, se invita a especificar normas de conducta relacionadas con el manejo de la propiedad intelectual, las intenciones de competencia desleal, los regalos e invitaciones, los actos de corrupción, los sobornos a funcionarios públicos para la obtención de contratos, las relaciones con actores políticos, y las demás políticas o manuales empresariales sobre temas de fraude, lavado de activos o financiamiento al terrorismo o grupos al margen de la ley.

4.4. Presentación Corporativa

Justificación:

La Presentación Corporativa es fundamental para que los actores de mercado y los diferentes grupos de interés puedan dimensionar las apuestas estratégicas de la empresa, comprender su modelo de negocio, su visión de futuro, la razón para la cual fue constituida, su año de fundación, los cambios fundamentales en su estructura de propiedad y objeto social, su naturaleza jurídica, su dinámica de crecimiento y consolidación, así como una descripción de su cultura organizacional, entre otros aspectos. Revelar los antecedentes o la historia empresarial permite a los grupos de interés tener un conocimiento más acertado de la dinámica de la empresa, así como la posibilidad de establecer la relevancia de la misma en el sector empresarial en el que se desempeña, e incluso dilucidar sus principales competidores y desafíos. Por otra parte, la declaración de la naturaleza jurídica de la empresa permite a los interesados dimensionar las obligaciones y derechos que impone a la empresa la forma legal bajo la cual está establecida.

De igual manera, si la empresa pertenece a un grupo económico, una descripción adecuada de la organización permite identificar de alguna manera las partes relacionadas, o las diferentes subsidiarias o empresas donde tiene inversiones y, por lo tanto, en donde incide o controla el proceso de toma de decisiones. Además, detalla la estructura accionaria o de propiedad de la organización a fin de evidenciar la presencia de accionistas controlantes y otros que puedan desafiar este control. Todo esto le permite a la persona interesada empezar a evidenciar potenciales conflictos de interés que pueden afectar a los acreedores financieros, accionistas minoritarios y demás grupos de interés.

En general, la Presentación Corporativa constituye en ciertas ocasiones el primer contacto entre los futuros inversionistas y la organización, y por esta razón, es una oportunidad que tienen las empresas para presentar una información completa que brinde al inversionista un panorama amplio y pertinente en cuanto a la descripción de la organización en sus diferentes dimensiones.

Recomendación:

En la sección dedicada a la Presentación Corporativa es aconsejable declarar explícitamente el objeto social de la empresa, su misión, visión, valores, principios y objetivos, y su naturaleza jurídica. De especial relevancia resulta una presentación completa de la historia de la empresa, resaltando los cambios relevantes en la estructura de propiedad y el objeto social, y una descripción de la cultura organizacional. Se sugiere especificar la estructura de propiedad del grupo empresarial o las subsidiarias (según corresponda el caso), y otros aspectos relevantes, como los accionistas controlantes y la participación accionaria en la empresa. Además, es fundamental la revelación de información relacionada con las fuentes de ingreso y la generación de caja de la empresa, y ello incluye información sobre el marco estratégico, el modelo de negocio, la penetración en el mercado, la ampliación del portafolio de productos y las ventajas competitivas de la empresa. Finalmente, se espera una presentación de los resultados financieros resaltando las cifras claves para una mejor lectura por los actores de mercado.

4.5. Estructura Empresarial

Justificación:

La Estructura Empresarial hace referencia a la arquitectura general de la organización. Lo más importante en este aspecto es delinear claramente los diferentes órganos de gobierno para que las partes interesadas puedan evidenciar la existencia de pesos y contrapesos. La estructura empresarial no solo hace referencia a un organigrama detallado de la empresa, sino también a la información más relevante respecto de la estructura con la cual se gobierna. En consecuencia, los datos acerca de los integrantes del equipo directivo, del sistema de control interno y sus constituyentes, así como del sistema de control externo, resultan información relevante para los diferentes grupos de interés. Por ende, la Estructura Empresarial complementa la Presentación Corporativa al revelar información acerca de

la distribución organizacional, ofreciendo un mayor detalle de las características de la empresa y generando una visión general de su gestión y funcionamiento.

Recomendación:

Con respecto a la Estructura Empresarial se sugiere revelar la información concerniente al equipo directivo de la empresa, de tal manera que las partes interesadas encuentren una primera aproximación a los funcionarios a cargo de la administración. Además, es aconsejable dar a conocer el sistema de la organización mencionando los diferentes órganos de gobierno, y especificando claramente el ambiente de control a nivel interno y externo. Es conveniente igualmente incluir un organigrama resumido de la organización.

4.6. Informe de Gestión

Justificación:

El Informe de Gestión constituye uno de los medios de revelación con mayor importancia utilizado por las empresas en el proceso de relacionamiento con los diferentes grupos de interés. La relevancia que ha tomado este documento surge del contexto en el que se institucionaliza: generalmente lo preparan la alta gerencia y la junta directiva en el proceso de rendición de cuentas ante la asamblea general de accionistas o junta de socios. En consecuencia, representa un informe detallado del desempeño de la empresa en el último año de operaciones, e incluye información histórica financiera y no financiera para facilitar la evaluación del actuar de la organización por los diferentes grupos de interés. Anteriormente, cuando no se utilizaban o no se habían desarrollado novedosos canales de comunicación entre la empresa y los diferentes interesados, por ejemplo la página web, el Informe de Gestión era el único instrumento o canal oficial de comunicación, y esa puede ser la razón de que hoy en día, tal como

señalan las investigaciones relacionadas con transparencia corporativa, el Informe de Gestión contenga aún la mayoría de la información que la empresa decide revelar al mercado.

Teniendo en cuenta la importancia de tal documento para los diferentes grupos de interés, resulta ser un informe extenso y detallado que incluye información de la junta directiva a cargo de la empresa; un resumen ejecutivo de lo sucedido en el último año de operaciones; un informe financiero detallado; información de la empresa, la cual comprende desde una reseña histórica hasta su marco estratégico, y los reconocimientos o las certificaciones obtenidas; información detallada de gobierno corporativo especialmente relacionada con el código de buen gobierno y su cumplimiento, así como un informe de gestión de los diferentes riesgos a los cuales se ve expuesta la empresa. De igual manera, y siguiendo las recomendaciones ofrecidas por *The Global Reporting Initiative* (GRI), algunas empresas decidieron desarrollar un informe integrado de gestión sostenible, donde se incluye información sobre la manera como se lleva a cabo la responsabilidad social y ambiental empresarial. El informe también incluye información sobre el relacionamiento con grupos de interés fundamentales para la empresa, como los empleados, los proveedores, los clientes y los accionistas.

Recomendación:

El Informe de Gestión consolida la información relacionada con diferentes aspectos determinantes para la empresa y que resultan de interés para el usuario, por lo que es recomendable presentar en él información relativa a la junta directiva, al igual que una corta descripción de los comités que se constituyen en el seno de este órgano de gobierno y su composición actual, con el propósito de proveer mayor conocimiento a los diferentes grupos de interés respecto de los responsables de la gestión de la empresa para un periodo particular. Esta información se puede complementar en el Informe Anual de Gobierno Corporativo, que puede incluirse como un aparte del Informe de Gestión, y del que se hablará posteriormente.

Considerando que el Informe de Gestión representa un mecanismo de rendición de cuentas anual, el resumen ejecutivo de los resultados puede incorporarse en la carta que se dirige anualmente a los accionistas presentando el informe, además de un resumen general de los hechos más relevantes respecto de la inversión y financiación durante el año,

así como un resumen de los estados financieros y la situación financiera de la empresa. Además, este documento resume y presenta una valiosa información general, dando a conocer su perfil, su estructura organizacional, una breve reseña histórica, la misión y la visión, al igual que las certificaciones y acreditaciones con las que cuenta. Parte de esta información se despliega en la presentación corporativa, pero se sugiere que se incluya de manera sucinta para el lector que basa sus percepciones exclusivamente en el Informe de Gestión.

A su vez, es conveniente dedicar una sección del documento a ofrecer información sobre las prácticas de gobierno adoptadas por la empresa, presentando el Informe Anual de Gobierno Corporativo en donde se especifiquen cambios en los órganos de gobierno, cambios en el código de buen gobierno y la implementación de otra normatividad interna durante el año en cuestión, las transacciones con las partes relacionadas y la información acerca de la junta directiva para el periodo de gestión, específicamente sobre los nombres de los miembros, su condición de independencia, a qué comités de junta pertenecen, la remuneración otorgada por junta y comité, la asistencia a las reuniones de junta y comité, la participación en otras juntas directivas, y una descripción de las actividades relevantes realizadas por los comités que hacen parte de la junta. Este aparte puede incluir igualmente reportes o conceptos de los diferentes componentes de los sistemas de control interno y externo, así como información respecto de la remuneración de altos directivos (lo cual puede hacerse de manera global y en términos anuales), y en caso de contar con políticas de transparencia y anticorrupción, tales como un manual para el manejo de conflictos de intereses, es aconsejable mencionarlas en el informe.

En general el Informe de Gestión es comprensivo en cuanto al detalle de la información financiera que se ofrece a los diferentes grupos de interés. Por lo tanto, es adecuado incorporar un resumen de los principales estados financieros, como el estado de resultados, el estado de situación financiera, y el estado de flujo de efectivo. Para facilitar el análisis de las cifras financieras resulta deseable, además, incorporar indicadores financieros, actuales e históricos, que permitan evidenciar el comportamiento de la empresa en el tiempo. El rendimiento obtenido por la empresa en inversiones de diversa índole cobra relevancia para los diferentes grupos de interés y también es deseable darlo a conocer. Adicionalmente, se sugiere ofrecer información respecto del comportamiento de los activos financieros emitidos por la empresa en el mercado, especialmente acciones y bonos.

El Informe de Gestión está dirigido a los diferentes actores relacionados con la empresa, y en consecuencia, un análisis detallado de la gestión de riesgos provee información importante para los diferentes grupos de interés. El sistema de gobierno corporativo de las empresas, y específicamente el ambiente de control, debe garantizar una adecuada gestión de los diferentes riesgos a los que se enfrenta la compañía. Por lo tanto, es deseable incorporar a este documento un resumen de los principales riesgos identificados, junto con un informe de la gestión que se realiza para mitigarlos y un resumen de los aspectos legales a los que la empresa se ve enfrentada o se puede ver enfrentada en el futuro.

Dependiendo del enfoque adoptado en la elaboración del *Informe de Gestión*, y teniendo en cuenta que se pueden seguir las recomendaciones ofrecidas por el GRI, algunas empresas desarrollan un informe integrado de gestión sostenible. Lo anterior implica el despliegue de información sobre la responsabilidad de la empresa respecto de otros grupos de interés, la comunidad y el medio ambiente. Si el Informe de Gestión sigue los lineamientos establecidos por el GRI G4, y se construye un Informe Anual de Gestión Sostenible, se sugiere incluir el contenido del Informe de Sostenibilidad en el Informe de Gestión.

Se sugiere además que el Informe de Gestión (o en su defecto el Informe de Sostenibilidad, en caso de constituir dos documentos independientes), incorpore información valiosa para empleados, proveedores, accionistas y clientes. Lo anterior debido a la conciencia que actualmente existe respecto de la necesidad de garantizar que el actuar empresarial se desarrolle pensando en el bienestar de los accionistas, sin atentar contra los intereses de los demás actores relacionados con la empresa. En consecuencia, resulta valioso ofrecer información sobre las políticas de atracción y retención de los empleados, la existencia de perfiles y esquemas de compensación claros al interior de la empresa, las acciones adelantadas para gestionar efectivamente la cultura y el clima organizacional, los proyectos de bienestar para los trabajadores, e información relacionada con la salud ocupacional de los empleados, incluyendo estadísticas sobre incapacidades médicas o ausentismo laboral. De igual manera, se sugiere revelar información sobre la relación con los proveedores, los accionistas y los clientes, es decir, la observancia de una política de relación con ellos, o informes detallados del cumplimiento de los objetivos establecidos para garantizar una buena relación con estas contrapartes.

Finalmente, es aconsejable incluir información acerca de los proyectos de protección ambiental desarrollados por la empresa, las inversiones hechas para contribuir con el medio ambiente, los resultados de la responsabilidad social empresarial con la comunidad, y en general, un reporte comprensivo de sostenibilidad.

4.7. Reglamento de la Junta Directiva

Justificación:

La Junta Directiva constituye el órgano central en el sistema de gobierno corporativo. En las empresas con propiedad accionaria dispersa, es decir, con un número de accionistas elevado y ninguno con una participación significativa para controlarlas, las juntas directivas representan el órgano de gobierno en el que los accionistas delegan la supervisión y asesoría de la alta gerencia. En consecuencia, la Junta Directiva está investida del poder formal para realizar un seguimiento a las acciones de la alta gerencia, acompañar con asesoría la toma de decisiones, ratificar las acciones que propone la gerencia y, dado el caso, remover al gerente y buscar su reemplazo. Mientras que la gerencia dirige la empresa en el despliegue estratégico, la junta establece los lineamientos para el actuar del gerente. En las empresas de propiedad cerrada con un accionista controlante y que cuentan con una Junta Directiva, esta última adquiere un papel más de asesoría que de supervisión, pero su papel sigue siendo determinante para la consolidación de la empresa en el largo plazo, a través del desarrollo de un plan estratégico apropiado.

Dado el papel protagónico de la Junta Directiva, garantizar su adecuado funcionamiento, mantener una delineación clara de sus funciones, establecer las normas relacionadas con su composición y con el desarrollo de reuniones efectivas, son algunos de los aspectos que invitan a la creación de un Reglamento de la Junta Directiva. Aquí es posible encontrar un documento interno que regula el actuar de los miembros de este órgano de gobierno, las responsabilidades que asumen, las sanciones a las cuales pueden verse expuestos, las condiciones de permanencia o pérdida de calidad

como directores, los comités constituidos en el seno de la Junta Directiva, y las normas que especifican aspectos operativos pero relevantes como el orden del día y las actas de las reuniones.

Recomendación:

Cuando las organizaciones revelan el Reglamento de Junta Directiva ponen en evidencia las directrices y lineamientos que garantizan la gestión competente de este importante órgano de gobierno. Se recomienda incorporar en el reglamento el objeto y ámbito de aplicación, la descripción de los tipos de reuniones, el lugar en que se deben desarrollar, el número de reuniones o cronograma anual, los medios para realizar la convocatoria y, de manera especial, el contenido mínimo que debe tener cada convocatoria. Con respecto a las reuniones se sugiere establecer reglas concernientes al quórum necesario para la toma de decisiones; disposiciones sobre la asistencia de los participantes, el orden del día y los lineamientos generales de lo que debe incluir la agenda; los roles específicos durante el desarrollo de las reuniones; los procedimientos para dar por terminada la reunión y los concernientes a la elaboración y validación del contenido de las actas. Además, en aras del buen funcionamiento de este órgano de gobierno, se sugiere especificar claramente las funciones y responsabilidades para el presidente y el secretario de la Junta Directiva. El reglamento igualmente representa un mecanismo que permite establecer la calidad, la responsabilidad, las inhabilidades y las incompatibilidades de los directores o miembros de junta, en conjunto con los criterios de selección, los esquemas de remuneración, los principios de actuación y las sanciones en caso de incumplimiento de lo estipulado por el documento en relación con los deberes y responsabilidades de los directores.

Otras disposiciones adicionales a tener en cuenta corresponden a la composición de la junta directiva, por ejemplo, a través del establecimiento de un mínimo de miembros independientes y de una definición clara de su independencia; de las disposiciones referentes a la evaluación de la Junta Directiva; del procedimiento de inducción para los nuevos directivos, y de la información acerca de los comités que se establecen en el seno de este órgano de gobierno, y que constituyen una extensión del mismo, así como su composición, descripción y reglamento. Por último, es recomendable establecer pautas sobre la responsabilidad de la Junta Directiva con

respecto a la política implementada para identificar y administrar las operaciones con partes relacionadas (TPRs), así como respecto de la política de divulgación de información de la empresa, el proceso y responsabilidad de la Junta Directiva en la toma de decisiones estratégicas, la contratación de asesores externos y la comunicación de tales decisiones.

4.8. Reglamento de la Asamblea de Accionistas

Justificación:

La Asamblea de Accionistas o Junta de Socios (en sociedades de capital cerrado) constituye el espacio formal en que los accionistas pueden ejercer sus derechos; en ella se realiza una rendición de cuentas a la gestión de la Junta Directiva y la Alta Gerencia, a través de la presentación de los resultados del último año de gestión, así como del análisis de los resultados de los ejercicios de evaluación al desempeño de la junta como órgano colegiado, de cada uno de los miembros de la junta y del equipo de alta gerencia de manera individual. Es el espacio en el cual se reelige o nombra un nuevo revisor fiscal, se define la remuneración de la Junta Directiva, y se escogen los profesionales que permanecen y los que llegan a conformar este órgano de gobierno para el siguiente periodo. Además, es el escenario donde el accionista minoritario puede ejercer control al actuar del accionista controlante o mayoritario, y opinar y decidir sobre diferentes temas valiosos y operaciones relevantes para la empresa, así como sobre la política de dividendos y la estrategia de reinversión de las utilidades.

Teniendo en cuenta la importancia de la formalidad de este espacio en el que se congregan los tenedores de los derechos de propiedad sobre la empresa, contar con un Reglamento de la Asamblea de Accionistas facilita la efectividad de las reuniones de este órgano de gobierno, así como un equilibrio de poderes entre el accionista mayoritario y los minoritarios, y el ejercicio de las elecciones que son de potestad de los propietarios. Finalmente, la Asamblea General de Accionistas cuenta con plenas facultades para dirigir y decidir los temas de mayor trascendencia de la sociedad, y por esta razón tener el Reglamento asegura en gran medida el favorable

desarrollo de la gestión a cargo. En consecuencia, el Reglamento de la Asamblea de Accionistas especifica las facultades de este órgano, las disposiciones con respecto al quórum y los procedimientos de voto, las comisiones que pueden apoyar el ejercicio de los derechos de los propietarios, las normas para el buen desarrollo de las reuniones ordinarias y extraordinarias, y las que regulan las elecciones para escogencia del revisor fiscal y los miembros de la Junta Directiva.

Recomendación:

Como los demás elementos que hacen parte de la materialización de normas que propenden por las buenas prácticas en las empresas, este reglamento incluye su presentación y alcance, las facultades de los participantes, la descripción de los diferentes tipos de reuniones, los plazos y medios para la convocatoria y la información que debe ser provista por la empresa al momento de realizarla, incluyendo especialmente el nombre y perfil de los aspirantes a miembros de la Junta Directiva, junto con la revelación de potenciales conflictos de intereses y relaciones con la empresa, la descripción de los participantes, su asistencia y representación, los procedimientos para la formalización y presentación de poderes, la normatividad relacionada con el quórum y las normas para la designación de representantes o apoderados.

Adicionalmente, se sugiere establecer normas para el desarrollo de las sesiones o reuniones, especificando los asuntos relacionados con la asistencia, el derecho de participación y las intervenciones durante la reunión, las normas de comportamiento y las garantías de seguridad ofrecidas a los participantes, además de las normas relacionadas con el orden del día, la finalización de la reunión y la elaboración de las respectivas actas.

Regularmente las asambleas cuentan con una mesa directiva donde están el presidente, el secretario, el presidente de la Junta Directiva y el gerente o representante de la alta gerencia. En caso de que además de la mesa directiva la Asamblea de Accionistas cuente con comisiones de apoyo como, por ejemplo, aquellas dedicadas a la revisión y aprobación del acta y/o de los escrutinios en las elecciones, es necesario consignar en el reglamento las pautas para la instalación, composición y funcionamiento de dichos roles. Finalmente, el reglamento define las normas que regulan la realización del proceso de elección de los cargos que le competen a

la asamblea, tales como su presidente, el revisor fiscal de la empresa y los miembros de la junta directiva, y define los actores que deben presentar informes durante la reunión anual de propietarios.

4.9. Resumen de la hoja de vida de los representantes legales y los miembros de Junta Directiva

Justificación:

El perfil de los ejecutivos que conforman el equipo de Alta Gerencia y la Junta Directiva ha sido durante las últimas cuatro décadas uno de los aspectos de mayor discusión en el gobierno corporativo. Se espera que la Junta Directiva tenga una composición diversa que contribuya a las tareas que realiza con experiencia, formación y, en consecuencia, con distintos puntos de vista. Varios aspectos fundamentales están representados en asuntos tan evidentes y sencillos como el género del director, pues las investigaciones han demostrado que las mujeres generan mayor disciplina y desempeñan niveles de supervisión más efectivos desde estos órganos de gobierno (por ejemplo, Adams y Ferreira, 2009), lo cual llama por un balance de género en las juntas directivas a fin de establecer un balance en las tareas de asesoría y supervisión.

De igual manera, cobran importancia aspectos tan complejos como la independencia del director, ante lo cual se ha sugerido contar con miembros internos en la Junta Directiva, es decir, con relaciones o vínculos laborales de diversa índole con la empresa, porque quienes así se desempeñan tienen un amplio conocimiento sobre el quehacer de la organización, su historia, sus factores de éxito en el pasado, además de contar con acceso a un tipo de información que puede ser útil para la toma de decisiones. Sin embargo, se reclama igualmente la presencia de miembros independientes, es decir, que no tengan ningún tipo de vínculo o relación con la empresa, sus ejecutivos o propietarios, de tal manera que sus posiciones respecto de las decisiones críticas para la empresa no estén sesgadas, y más bien se construyan a partir de su propio conocimiento y experiencia

sin mayores conflictos de intereses. Se espera que un miembro independiente aporte una mirada externa respecto de asuntos relevantes para la empresa, aunque lo complejo es caracterizar su independencia o la falta de esta, pues no solo los vínculos familiares, laborales o contractuales afectan su independencia, sino, en igual o mayor medida, lo hacen los vínculos sociales.

La edad del director y su antigüedad en la Junta son aspectos que pueden afectar la capacidad de este órgano de gobierno. En la práctica algunas empresas imponen límites a la edad de los directores, sobre todo con el objetivo de obtener un balance entre la experiencia y la capacidad necesaria para atender las demandas que genera ocupar un puesto en la junta directiva en cuanto a tiempo, esfuerzo, presión y oportunidad en el ejercicio de las funciones. Así mismo, la antigüedad del director en la empresa puede afectar su independencia, puesto que con el paso del tiempo se generan vínculos sociales con la Alta Gerencia, y con los accionistas mayoritarios o controlantes de la empresa.

La formación profesional, la experiencia en otras juntas directivas, en empresas del mismo sector, en el ámbito público y privado, en cargos gerenciales, e incluso el bilingüismo de los directores, son aspectos adicionales que determinan la capacidad de aporte a la empresa, y, en consecuencia, constituyen factores que deben estar en conocimiento de los diferentes grupos de interés de la empresa. Por diversas razones es importante determinar los distintos puestos que ocupa el director en otras juntas directivas, ya que, por ejemplo, un elevado número de ocupaciones puede impedirle ejercer de manera adecuada las funciones de asesoría y supervisión que espera la empresa. Además, dependiendo de las compañías donde ejerza las funciones de director es posible que se presenten conflictos de intereses que afecten la empresa en cuestión.

Algo similar sucede con los miembros que conforman la alta gerencia: es fundamental conocer su formación y experiencia previa, así como aquellos aspectos que pueden afectar su independencia en la toma de decisiones, e incidir en su desempeño e idoneidad. La discusión anterior ofrece los argumentos necesarios para comprender la importancia de revelar de manera detallada el resumen de la hoja de vida de los representantes legales y de los miembros de Junta Directiva a los diferentes grupos de interés de la empresa.

Recomendación:

Se sugiere a las organizaciones tener disponible al público información suficiente que permita a los diferentes grupos de interés conocer las características y antecedentes profesionales y personales de los directores que pueden afectar su desempeño como miembros de Junta Directiva o integrantes del equipo de Alta Gerencia. Para la presentación de las hojas de vida de los miembros de Junta Directiva y representantes legales se propone garantizar que la descripción de sus perfiles profesionales revele información sobre la edad; el bilingüismo o conocimiento y manejo de diferentes idiomas; la formación profesional a nivel de pregrado y posgrado, si es el caso; la experiencia profesional en el sector privado o público; el desempeño en cargos políticos y en compañías del mismo sector; la experiencia adquirida como miembro de Junta en otras organizaciones; los cargos que ocupa en otras juntas directivas; la antigüedad en la Junta Directiva de la empresa; su calidad de independencia en caso de cumplir con esta característica y los premios y reconocimientos obtenidos, con el fin de presentar al inversionista y grupos de interés un amplio rango de información sobre los perfiles de la alta dirección.

4.10. Preguntas frecuentes

Justificación:

Algunos aspectos considerados básicos por las personas con alto conocimiento y experiencia en el sector empresarial pueden no hacer parte de los conceptos que conocen y manejan los accionistas minoritarios, los tenedores de deuda y otros grupos de interés relacionados con las empresas. Por ejemplo, los accionistas pueden desconocer qué tipo de acciones se emiten y los derechos inherentes a las mismas, o el proceso que se lleva a cabo para decretar los dividendos, o no tener claras las implicaciones de la desmaterialización de los títulos valores, o qué sucede si no cobra los dividendos, o preguntas un poco más técnicas como qué representa un periodo exdividendo, o qué implicaciones tiene la inscripción de ADRs.

Los tenedores de bonos pueden tener inquietudes con respecto al papel que juega su representante legal, y acerca de las implicaciones y atribuciones de la asamblea en la que participan; una empresa en particular puede estar interesada en los procedimientos para convertirse en proveedor; los clientes pueden tener cuestionamientos con respecto a la facturación, la garantía de los productos o los servicios prestados y los mecanismos para realizar reclamos, y es posible que los inversionistas y grupos de interés tengan inquietudes acerca de las generalidades de la empresa, como su calificación de riesgo, el objeto social, el porcentaje del capital flotante, y el marco regulatorio que enmarca su actuar.

En aquellos países en los que es bajo el nivel de alfabetización financiera, o en donde los mercados de capitales están en una etapa de desarrollo, es necesario garantizar que las personas interesadas en las empresas puedan resolver sus inquietudes de manera oportuna, y en ese sentido cobra relevancia tener una sección de preguntas frecuentes incluyente, que cubra la mayor cantidad de interrogantes que los grupos de interés no se atreven a plantear o no encuentran la forma de resolver a fin de tomar decisiones en las relaciones que establecen con la empresa.

Recomendación:

Con el propósito de brindar información adecuada y completa, la sección de preguntas frecuentes debe ser lo más detallada posible. En principio se recomienda contar con una subsección para los diferentes grupos de interés. Es también aconsejable clasificar las preguntas de acuerdo con su naturaleza y el grupo de interés al que conciernen; por ejemplo, es conveniente que haya secciones para resolver inquietudes acerca de la información básica de la empresa, así como secciones específicas para los clientes, los inversionistas y los proveedores, garantizando así la pertinencia de las respuestas para los diferentes destinatarios. Además, estos grandes grupos pueden tener subdivisiones; así, en el caso de empresas emisoras de acciones y bonos la sección de inversionistas debe brindar información tanto a los tenedores de deuda como a los tenedores de acciones; no obstante, si las preguntas proporcionadas no logran satisfacer las inquietudes de los usuarios se recomienda publicar la información de contacto o de relación con el inversionista en este apartado.

4.11. Información de sostenibilidad

Justificación:

La generación de valor en las empresas representa un aporte fundamental para el desarrollo económico, y aunque se reconoce que el incremento de la riqueza de los accionistas es un objetivo fundamental en las organizaciones, se han creado diferentes modelos que direccionan la toma de decisiones y que buscan que las empresas persigan este objetivo sin atentar contra los intereses o la generación de valor de los diferentes grupos y de la sociedad como un todo. Por lo tanto, las empresas deben desarrollar sus actividades con ánimo de lucro sin atentar contra el medio ambiente y el bienestar de las generaciones futuras, lo cual conlleva enmarcar la actividad económica dentro del concepto de desarrollo sostenible en el que se tiene en cuenta la relación entre el medio ambiente, la sociedad y la consecución del desarrollo económico o la generación de riqueza. Lo anterior implica para la empresa identificar los grupos de interés en un sentido más amplio e incluir comunidades que pueden verse afectadas por su actividad económica, tener en cuenta el impacto en el medio ambiente, y realizar reflexiones respecto de si sus actividades tienen en cuenta y promueven el respeto a los derechos humanos.

Recomendación:

Se sugiere a las empresas revelar información relativa a su modelo de sostenibilidad o responsabilidad corporativa, de tal manera que las contrapartes interesadas puedan conocer de primera mano las acciones que despliega la organización para satisfacer la demanda de los grupos de interés que ha identificado en la creación de este modelo, y, además, ofrecer un listado de los reconocimientos, premios o certificaciones que ha obtenido la empresa, pues ello permite evidenciar su compromiso con el desarrollo sostenible. Por otra parte, es aconsejable revelar información relacionada con la estrategia, las inversiones y los proyectos relativos al aspecto ambiental, y las consideraciones o acciones que pretenden contribuir con la preservación de la biodiversidad y frenar el cambio climático. De manera general la dimensión social incluye información sobre prácticas laborales,

derechos humanos, y proyectos e inversiones para la sociedad en general y la comunidad cercana a la empresa. Es conveniente tener presentes los lineamientos establecidos por *The Global Reporting Initiative* (GRI) G4 para la construcción de reportes de sostenibilidad, y saber que es posible consolidar la información de sostenibilidad con el Informe de Gestión, en el caso de regirse por el estándar G4.

4.12. Comités de apoyo de la Junta Directiva

Justificación:

Debido a los cambios en el entorno, en términos de competencia y regulación, pero también por la complejidad de las operaciones que acarrea su crecimiento, las empresas siguen descargando de manera constante nuevas exigencias y responsabilidades en las juntas directivas. En ese sentido, para realizar de manera eficiente las tareas encomendadas a la junta es necesario que esta se apoye en comités especializados en determinados asuntos críticos. Entender la razón de ser de los *Comités de apoyo de la Junta Directiva* es fundamental para su buen funcionamiento y para la definición correcta de su conformación y sus funciones. Tal como lo mencionan los lineamientos de buen gobierno proporcionados por el Código País en Colombia, la Junta Directiva debe evaluar la conveniencia de constituir en su seno comités especializados que actúen como órganos de estudio y apoyo para materias específicas, a veces de gran complejidad técnica, y que tengan la capacidad de presentar propuestas y, eventualmente, ejercer por delegación ciertas funciones. Estos Comités podrán ser temporales o permanentes, y se les conceptualiza como una extensión de la Junta Directiva; es decir, no son órganos independientes de la misma y consecuentemente sus funciones serán aquellas que decida la propia Junta. Los *Comités de apoyo de la Junta Directiva* que regularmente contemplan las buenas prácticas son: 1. Nombramientos y remuneraciones; 2. Riesgos; 3. Gobierno corporativo, y 4. Auditoría.

Cada uno de los Comités de apoyo de la Junta Directiva debe contar con un reglamento interno que regule los detalles de su conformación, las materias y funciones sobre las que debe trabajar, y su operación, prestando especial atención a los canales de comunicación entre los comités y la Junta Directiva. Las buenas prácticas sugieren que los comités estén dirigidos por miembros independientes, y pueden obtener el apoyo, puntual o permanente, de los miembros de la alta gerencia y/o de expertos externos con práctica en las materias de su competencia.

Recomendación:

Debido a que los Comités de apoyo de la Junta Directiva son constituidos en el seno del órgano más importante del sistema de gobierno corporativo de las empresas, y en consecuencia hacen parte integral del mismo, es recomendable revelar al público la información sobre su descripción, sus funciones, su composición y los miembros que los conforman, especificando sus perfiles y calidad de independencia. Además, se considera una buena práctica dar a conocer información relacionada con la asistencia y la evaluación de sus integrantes; de igual manera, es necesario dar a conocer los reglamentos de cada uno de estos comités, de tal manera que los externos puedan dimensionar el papel que desempeñan en la Junta Directiva. Además, se recomienda a las empresas especificar cuáles son los comités que sirven a la Junta y diferenciarlos de los comités ejecutivos que conforma la alta gerencia, los cuales cumplen funciones diferentes y no cuentan con un papel protagónico dentro de la estructura de gobierno de la organización. Finalmente, si esta información está incluida en el Reglamento de Junta Directiva, se sugiere evitar la duplicidad y direccionar al lector a este documento.

4.13. Encuestas de adopción de prácticas de gobierno corporativo (Encuesta Código País)

Justificación:

Para el caso colombiano, el Código País o Código de Mejores Prácticas es una iniciativa liderada por la Superintendencia Financiera y diferentes actores que buscan la adopción de mejores prácticas de gobierno corporativo para las empresas emisoras de valores. Sin embargo, las recomendaciones que ofrece el Código País pueden ser adoptadas por cualquier otra compañía que desee tener avances significativos en materia de gobierno. La Encuesta Código País se construye con el propósito de identificar el establecimiento de las buenas prácticas de gobierno sugeridas en el Código por las empresas emisoras de valores, es decir, cuáles son las medidas o recomendaciones que la empresa decide adoptar de manera voluntaria.

Las temáticas a partir de las cuales se construye la Encuesta Código País incluyen la dinámica que se da en la Asamblea General de Accionistas, como escenario legítimo para el diálogo entre los diferentes tipos de accionistas y el equipo directivo; las prácticas alrededor de la Junta Directiva como órgano de gobierno que vincula las disposiciones y voluntades de los accionistas y el actuar del equipo gerencial; la revelación de información financiera y no financiera como mecanismo de buen gobierno y señal de compromiso de la compañía en la disminución de asimetrías informacionales generadas en el mercado, y todo el proceso de solución de controversias para el mejor desempeño de la empresa y el bienestar de sus grupos de interés.

Si bien son de adopción voluntaria, los emisores de valores deben dar a conocer al mercado el nivel de implementación de las recomendaciones que ofrece el Código País. Tal como lo menciona la Superintendencia Financiera de Colombia, en el diligenciamiento de la Encuesta Código País cada recomendación cuenta con un espacio para que las empresas que la han acogido describan brevemente la manera como han realizado dicha implementación y, en caso contrario, para que den a conocer las razones por las cuales no la acogieron. Es en este punto donde resulta crucial entender las diferentes motivaciones que llevan a las empresas a adoptar (o no)

una determinada medida en particular, y la manera como lo hacen, y para lograrlo se requiere contar con respuestas o explicaciones comprehensivas que permitan establecer con claridad las motivaciones y actuaciones del emisor. Una respuesta bien sustentada se puede considerar una señal de compromiso en términos de gobierno.

Lo anterior busca no solo analizar el estado de la incorporación de prácticas de gobierno en las empresas, sino dimensionar los aspectos que deben ser trabajados para alcanzar una mayor convergencia en materia de gobierno a nivel país. El Código de Mejores Prácticas sigue el modelo que se viene consolidando a nivel internacional, y en particular a nivel latinoamericano, y que busca fortalecer la protección provista al inversionista y el desarrollo de mejores prácticas por las empresas, en un ejercicio de convergencia voluntaria. Su desarrollo se inició en la década de los noventa en Europa, y se consolidó en el ámbito internacional en las últimas dos décadas de este siglo. Para mencionar solo unos casos, esta práctica está presente en Reino Unido, España, México y Perú, donde no solo existe el código de adopción voluntaria, sino además la obligatoriedad de diligenciar encuestas de adopción de las recomendaciones.

Recomendación:

Se sugiere a las empresas utilizar las encuestas de adopción de las recomendaciones en los códigos de gobierno corporativo, y específicamente las explicaciones que deben ofrecer con respecto al grado de implementación, o la decisión de no acoger una recomendación en particular, para ofrecer respuestas robustas, que permitan a los actores de mercado y a los grupos de interés analizarlas, y encontrar evidencia del compromiso del emisor con las prácticas de buen gobierno. Este instrumento, implementado por los entes reguladores a nivel país, representa una oportunidad y un mecanismo adicional para las empresas en su empeño de revelar información al mercado de manera detallada.

4.14. Estatuto social

Justificación:

El Estatuto Social, como un documento en el que se hacen explícitas las directrices sobre las cuales opera la organización dentro de una actividad determinada, y que conlleva una connotación legal, constituye la hoja de ruta sobre la cual la empresa establece el diálogo con las diferentes partes relacionadas, especialmente con los propietarios o accionistas. Su carácter vinculante con la ley lo reviste de una formalidad y capacidad de aplicación superiores a las de cualquier otro documento corporativo. Prácticas de gobierno corporativo que no se ven reflejadas en el Estatuto Social, de alguna manera pueden perder vigencia y aplicación ante cambios en la composición de los órganos de dirección y de la alta gerencia. Por el contrario, las buenas prácticas allí contempladas tienen mayor estabilidad y solo pueden dejarse de lado reformando los estatutos de la empresa. En ese documento deben quedar plasmados aspectos relevantes relacionados con la composición del capital de los accionistas en el momento de constitución de la compañía; la manera en que se tomarán decisiones de tipo financiero, como la repartición de utilidades, las nuevas formas de financiación y la incursión en otras actividades económicas como estrategia de crecimiento; además, la definición, en términos de alcance y propósito, de los órganos de gobierno con que contará la empresa para llevar a cabo actividades de gestión, asesoría y supervisión tales como la Asamblea de Accionistas, la Junta Directiva, los Comités de apoyo a la Junta Directiva, la Revisoría Fiscal y la Alta Gerencia.

Es importante señalar que la definición de los términos estatutarios no debe desconocer el proceso que enfrenta toda organización y que implica una constante adaptación a las exigencias del entorno. Por ende, debe contar con una solidez y consistencia tales que refleje el campo de acción de la empresa en un contexto cambiante y dinámico.

Recomendación:

Es aconsejable que el Estatuto Social esté disponible para el público, que sea de fácil acceso y contenga elementos esenciales como, por ejemplo, la naturaleza jurídica o la denominación de la empresa, el objeto social, el capital, el patrimonio y el domicilio, y también los lineamientos acerca de la dirección, la descripción y las funciones en cuanto a los órganos sociales que la componen. Los estatutos regulan la Asamblea General de Accionistas con respecto a su composición, funciones, clases de reuniones y quórum; la Junta Directiva en cuanto a su composición, el porcentaje de miembros independientes, los perfiles requeridos, las reuniones, y las funciones y comités de apoyo con los que cuenta; el criterio de nombramiento y las funciones del Gerente de la organización; las funciones, inhabilidades y criterio de selección de la Revisoría Fiscal. Se aclara que las anteriores son sugerencias de contenido relacionadas con el gobierno corporativo de la empresa. En consecuencia, el estatuto congrega igualmente información sobre otras dimensiones de la empresa de las que no se hace mención.

4.15. Entrega de Resultados

Justificación:

Dentro del proceso de rendición de cuentas que realiza la organización ante los diferentes grupos de interés, la entrega de resultados es uno de los principales mecanismos que propende por disminuir las asimetrías de información entre quienes dirigen la organización y aquellos externos a la misma. Los resultados alcanzados por las empresas dentro de un periodo de análisis en particular es una señal de su desempeño y del tipo de decisiones que se han tomado; es la manera en que un inversionista puede informarse respecto del pasado y futuro inmediatos de la compañía. Cada vez más las exigencias en aspectos regulatorios, de mercado y competencia hacen que la entrega de resultados sea para las empresas un proceso más incluyente y comprehensivo, que trasciende la presentación de un compendio de información cuantitativa hacia un proceso en que el inversionista,

cada vez más informado y con acceso a recursos en términos de información, valida y cuestiona el actuar de la organización casi que en tiempo real, convirtiéndose entonces en un interlocutor válido en el proceso de rendición de cuentas.

Generalmente, en términos de presentación de resultados, la periodicidad se enmarcaba en requerimientos legales dispuestos para tal fin que coincidían con el informe de gestión anual. Sin embargo, con el propósito de contar con un proceso dinámico y participativo de rendición de cuentas, el incremento en la periodicidad durante el año de gestión puede ser entendido y guarda coherencia con la disposición de la compañía de mantener informados de manera temprana a sus grupos de interés. Un aspecto importante a considerar en el ejercicio de presentación de resultados es quién lo desarrolla; se evidencia, entonces, la necesidad de contar con la voluntad explícita del equipo de alta gerencia para llevar a cabo esta labor, que sin duda es bien valorada y percibida por los diferentes grupos de interés, dado que la responsabilidad del actuar de la organización recae sobre los altos directivos.

Recomendación:

Desde los principios de información comparable y oportuna, la entrega de resultados con periodicidad trimestral juega un papel determinante para la toma de decisiones del inversionista. En línea con las buenas prácticas se sugiere a las organizaciones publicar el audio y la transcripción de la entrega de resultados, y, con el ánimo de lograr un mayor impacto en el mercado global, se invita a las empresas a contar con una versión en otro idioma (se sugiere la transcripción al inglés). Se espera también que en el reporte se indique el objeto de los resultados, los directivos responsables de su presentación, y los factores o hechos relevantes que afectan el desempeño de la empresa. Al mismo tiempo, se sugiere presentar información relacionada con la oferta y la demanda de los productos o servicios de la empresa, la generación de flujo de caja, la eficiencia en la administración de los costos y gastos, e inversiones o desinversiones representativas. Además, se espera que se especifique la situación actual de las unidades de negocio, los resultados financieros, la utilidad del grupo empresarial y la información financiera por segmento, y que se explique cada uno de los datos financieros correspondientes. Por último, se recomienda contar con

información sobre la evolución de los precios de la acción en el mercado (en caso de que corresponda), las perspectivas a corto y mediano plazo, la gestión de los factores de riesgo y las transacciones realizadas con las partes relacionadas.

REFERENCIAS

1. Adams, Renée y Daniel Ferreira (2009), Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics* 94(2), 291-309.
2. Akerlof, George (1970), The market for Lemons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
3. Anderson, Ronald, Augustine Duru y David Reeb (2009), Founders, heirs, and corporate opacity in the United States. *Journal of Financial Economics* 92(2), 205-222.
4. Arrow, Kennethm (1974), *The Limits of Organization*. New York: Norton.
5. Bainbridge, Stephen (2003), Director Primacy: the means and ends of corporate governance. *Northwestern University Law Review* 97(2), 547-606.
6. Baker, Malcolm y Jeffrey Wurgler (2002), Market timing and capital structure. *The Journal of Finance* 57(1), 1-32.
7. Berk, Jonathan y Peter DeMarzo (2011), *Corporate Finance*, 2.^a ed. Boston: Prentice Hall.
8. Berle, Adolf y Gardnier Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*. New York: The Macmillan Company, Reprint, 1991, New Brunswick: Transaction Publishers.
9. Bertrand, Marianne, Paras Mehta y Sendhil Mullainathan (2002), Ferreting out tunneling: an application to Indian business groups. *The Quarterly Journal of Economics* 117(1), 121-48.
10. Bhat, Gauri, Ole-Kristian Hope y Tony Kang (2006), Does corporate governance transparency affect the accuracy of analyst forecasts? *Accounting and Finance* 46(5), 715-732.
11. BVC (2016), *Circular Única BVC*, actualizada el 15 de julio de 2016. Bogotá: Bolsa de Valores de Colombia.

12. caf (2013), *Lineamientos para un código latinoamericano de gobierno corporativo*. Banco de Desarrollo de América Latina -caf.
13. Chandler, Adam (1977), *The visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*. Cambridge: Belknap.
14. Cheung, Yan-Leung, Ping Jiang y Weiqiang Tan (2010), A transparency disclosure index measuring disclosures: Chinese listed companies. *Journal of Accounting and Public Policy* 29(3), 259-280.
15. Chi, Li-Chiu (2009), Do transparency and disclosure predict firm performance? Evidence from the Taiwan market. *Expert Systems with Applications* 36(8), 11198-11203.
16. Chong, Alberto y Florencio López de Silanes (2007), *Investor Protection and Corporate Governance: Firm-level Evidence Across Latin America*. Latin American Development Forum. Palo Alto, CA: Stanford University Press; Washington, DC: World Bank; Washington, DC: Inter-American Development Bank.
17. Claessens, Stijn, Simeon Djankov y Larry Lang (2000), The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics* 58(1-2), 81-112.
18. Coase, Ronald (1937), The Nature of the Firm. *Economica* 4 (16), 386-405.
19. Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores –conasev– (2002), *Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas*. Lima, Perú.
20. Durnev, Art y E. Han Kim (2005), To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *The Journal of Finance* 60(3), 1461-1493.
21. Faccio, Mara y Larry Lang (2002), The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65(3), 365-395.
22. Friedman, Milton (1970), The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *New York Times Magazine*, September 13, 1970.

23. Garay, Urbi, Maximiliano González, Alexander Guzmán, y María-Andrea Trujillo (2013), Internet-based corporate disclosure and market value: Evidence from Latin America. *Emerging Markets Review* 17(1), 150-168.
24. gri (2015), *G4 Sustainability Reporting Guidelines*. The Netherlands, Amsterdam: Global Reporting Initiative.
25. Hwang, Byoung-Hyoun y Seoyoung Kim (2009), It pays to have friends. *Journal of Financial Economics* 93(1), 138-158.
26. iasb (2010), *Conceptual Framework, International Financial Reporting Standards*. London, United Kingdom: ifrs Foundation.
27. Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio López de Silanes y Andrei Shleifer (2000), Tunneling. *The American Economic Review* 90(2), 22-27.
28. JPMorgan (2011), *North American and European Investor Opinions of Latin American Companies*. New York: Depositary Receipts Group, JPMorgan.
29. Klapper, Leora e Inessa Love (2004), Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance* 10(5), 703-728.
30. La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes y Andrei Shleifer (1999), Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54(2), 471-517.
31. Leland, Hayne y David Pyle (1977), Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. *The Journal of Finance* 32(2), 371-387.
32. Leuz, Christian, Karl Lins y Francis Warnock (2009), Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms? *The Review of Financial Studies* 22(8), 3245-3285.
33. Linck, James, Jeffry Netter y Tina Yang (2009), The Effects and Unintended Consequences of the Sarbanes-Oxley Act on the Supply and Demand for Directors. *The Review of Financial Studies* 22(8), 3287-3328.

34. Morey, Matthew, Aron Gottesman, Edward Baker y Ben Godridge (2009), Does better corporate governance result in higher valuations in emerging markets? Another examination using a new data set. *Journal of Banking & Finance* 33(2), 254-262.
35. Miller, Merton y Kevin Rock (1985), Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance* 40(4), 1031-1051.
36. Myers, Stewart y Nicholas Majluf (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13(2), 187-221.
37. Novo Mercado (2011), *Novo Mercado Listing Regulation*. Sao Pablo, Brasil: BM&FBOVESPA.
38. NYSE (2014), *NYSE: Corporate Governance Guide*. Londres, Reino Unido: White Page Ltd.
39. OCDE (2004), *White paper on Corporate Governance in Latin America*. Paris: OECD.
40. OECD (2015), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD.
41. Patel, Sandeep, Amra Balic y Liliane Bwakira (2002), Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets. *Emerging Markets Review* 3(4), 325-337.
42. Ross, Stephen (1977), The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics* 8(1), 23-40.
43. SEC (2016), *Business and Financial Disclosure Required by Regulation S-K; Concept, Release*. Washington, DC: Securities and Exchange Commission.
44. Shivdasani, Anil y David Yermack (1999), CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance* 54(5), 1829-1853.
45. Shleifer, Andrei y Robert Vishny (1997), A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance* 52 (2), 737-783.
46. Smith, Adam (1759), *The theory of moral sentiments*. 2011 Reprint of 1790 London Edition, New York: Gutenberg Publishers.

47. Smith, Adam (1776), *The wealth of nations*. Reprint, 1937, Cannan Edition, New York: Modern Library.
48. Spence, Michael (1973), Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics* 87(3), 355-374.
49. Spence, Michael (1974), *Market Signaling: Informational Transfer in Hiring and Related Screening Processes*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
50. Superintendencia Financiera de Colombia (2014), *Código de Mejores Prácticas Corporativas*. Circular Externa 028 de 2014.
51. Superintendencia de Valores y Seguros (2012), *Norma de Carácter General sobre difusión de información relacionada con prácticas de gobierno corporativo adoptados por las sociedades anónimas abiertas*. Santiago de Chile.
52. Tirole, Jean (2001), Corporate Governance. *Econometrica* 69(1), 1-35.
53. Trujillo, María-Andrea y Alexander Guzmán (2015), *Revelación de información y valor de las empresas en América Latina*. Bogotá: Editorial CESA, Consejo Privado de Competitividad, The International Finance Corporation y SECO.
54. Trujillo, María-Andrea, Alexander Guzmán y Francisco Prada (2015), *Juntas Directivas en el Desarrollo del Gobierno Corporativo*. Bogotá: Editorial CESA, The International Finance Corporation y SECO.
55. Villalonga, Belén, Raphael Amit, María-Andrea Trujillo y Alexander Guzmán (2015), Governance of Family Firms. *Annual Review of Financial Economics* 7(1), 635-654.

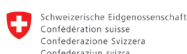




Corporate Governance Guidelines on Disclosure and Transparency

Corporate Governance Guidelines on Disclosure and Transparency

Corporate Governance Studies Center, CESA School of Business
Issuers' Recognition - IR, Colombian Securities Exchange



Authors

ALEXANDER GUZMÁN is Chair and Professor of the Finance Department at the CESA School of Business in Bogotá, Colombia and is recognized as a Senior Researcher by the National Administrative Department of Science, Technology, and Innovation of Colombia (Colciencias). Alexander holds a Bachelor's Degree in Business from the Externado University, Bogotá, Colombia, a Master's in Business Administration with a major in finance from the University of the Andes School of Management, Bogotá, Colombia, and a Ph.D. from the same school.

MARÍA-ANDREA TRUJILLO is Research Director and Professor of the Finance Department at the CESA School of Business in Bogotá, Colombia, and is recognized as a Senior Researcher by the National Administrative Department of Science, Technology, and Innovation of Colombia (Colciencias). María-Andrea holds a Bachelor's Degree in Engineering from the University of Antioquia, Medellín, Colombia, a Master's in Business Administration with a major in finance from the University of the Andes School of Management, Bogotá, Colombia, and a Ph.D. in Business Administration from the same school.

María-Andrea's and Alexander's research interests are in corporate governance and corporate finance. They have many years of experience as finance professors in the major universities of Colombia. They have been working on their research agenda in Colombia with support from the World Bank through IFC (International Finance Corporation), CIPE (Center for International Private Enterprise, USA), SECO (State Secretariat for Economic Affairs, Switzerland), the Colombian Ministry of Education, the Superintendent for Commercial Societies, the Colombian Securities Exchange, the Colombian Private Council of Competitiveness, and the Colombian Confederation of Chambers of Commerce. They are founders and co-directors of the Corporate Governance Studies Center (CEGC, to use its Spanish acronym), advisors concerning the implementation of corporate governance best practices, and members of the Latin American Academic Network for Corporate Governance Research under the leadership and coordination of the OECD and the World Bank Group. Professors Trujillo and Guzmán have published many papers, texts, and research books in Spanish and English.

Interagency teams

BVC

Juan Pablo Córdoba, *President.*

Javier Díaz Fajardo, *Commercial Vice President.*

Rocío Arbeláez Sarmiento, *Commercial Manager of Issuers.*

Catalina Zea Muñoz, *Commercial Director of Issuers.*

Juan Camilo Granados Pinzón, *Commercial Director of Issuers.*

María Camila Gómez Tenorio, *Lead Analyst, Issuers Relationship Management.*

Daniela Saade Ortega, *Analyst Issuers, Issuers Relationship Management.*

IR Committee

Mónica Acebedo Cuellar.

Andrés Bernal Castiblanco.

Daniel Gómez Martínez.

Juan Camilo Vallejo Arango.

Alberto Velandia Rodríguez.

CESA - CEGC

Alexander Guzmán Vásquez, *Titular Professor.*

María-Andrea Trujillo Dávila, *Titular Professor.*

Paola-Ximena Mariño, *Young Researcher.*

IFC

Oliver Orton, *Regional Program Manager, Corporate Governance,
Latin America and the Caribbean.*

Francisco Prada, *Corporate Governance Office,
Latin America and the Caribbean.*

Foreword

Establishment of good governance practices in a country is only possible when the relevant actors work together towards that end. Strengthening of the legal and regulatory framework, especially in weaker institutional environments, is a necessity - however, such legal convergence towards minimum corporate governance standards is a complex exercise for a two main reasons: first, one needs to understand how strengthening companies' governance supports the country's overall economic development; and second, it requires regulatory change, which usually involves a complex process that takes more time than might be desired. As a result companies can differentiate themselves from their peers by strengthening their corporate governance systems voluntarily. This becomes particularly important in less developed institutional environments such as those that exist in most emerging markets.

For this reason it is essential to provide guidance to management teams, boards of directors, controlling shareholders, minority shareholders and other stakeholders, so they each appreciate the importance of developing good practices and building a robust governance system. Firms with better governance demonstrate an appropriate balance of power, have less conflicts among their various interest groups, properly manage the various risks they face, implement higher disclosure and transparency standards, may reduce their cost of capital, more readily access finance in order to

pursue growth opportunities, and, ultimately, generate greater value for their shareholders and for society as a whole.

The Colombian Securities Exchange (Bolsa de valores de Colombia - BVC), International Finance Corporation (IFC), member of the World Bank Group, and Colegio de Estudios Superiores de Administración (CESA) are leading institutions that have chosen to demonstrate true commitment in their support to companies. In particular, and with the aim of supporting the development of the Colombian capital market, since 2012, BVC has been offering its *Reconocimiento Emisores* (Issuers' Recognition) - IR (Investor Relations) program, an initiative aimed at promoting the voluntary adoption of best practices in information disclosure and investor relations. This Recognition was developed with the goal of bringing issuers closer to their existing and potential investors, reducing information asymmetries in the market, and ensuring a better understanding of companies by enhancing the amount and quality of information available to financial analysts and others interested in issuers' performance.

IFC works at a global level to strengthen governance practices in individual companies and to build elevated levels of governance awareness, and encourages governments to strengthen regulatory frameworks. Similarly, IFC cooperates with various actors such as chambers of commerce, business associations, institutes of higher education and other key market players; in addition, IFC trains expert consultants in supporting companies in their efforts to strengthen their governance structures.

CESA, the leading Colombian business school, has created the Center for Corporate Governance Studies as the main Colombian body for research, training, dissemination and support in the implementation of good practices in all types of organization. To this end, it has established executive training programs in corporate governance, and developed advisory products and a research agenda for publications aimed at different audiences such as the international academic community, entrepreneurs, civil servants, regulators and advisers seeking a better understanding of corporate governance.

The common interests of BVC, IFC and CESA allow for a natural alliance that aims to magnify the positive impact of each institution's individual efforts towards building a better business environment. In this context BVC has worked together with IFC and CESA to further strengthen the *Reconocimiento Emisores* (Issuers' Recognition) - IR (Investor Relations) by defining a set of Corporate Governance Guidelines on Disclosure and Transparency,

so as to provide companies with a tool that allows them to determine the level of information it would be advisable to disclose. Communicating appropriately and in a timely manner is an essential task for organizations seeking positive market valuations, particularly from current and potential investors.

We consider it a useful next step to present these guidelines to the international community, as information asymmetry is a global matter that impacts funding access and the development of capital markets globally. The guidelines which the reader will find in this publication will allow him/her to reflect on the information that an investor might expect to receive from a company so that such investor can make informed decisions. The various components addressed in these guidelines emerged from a study that took into consideration the opinions of various institutional investors, both domestic as well as international, prominent officials of stock exchanges in different countries, academic experts, regulators and issuers of securities, as well as guidelines of a number of multilateral agencies. These recommendations therefore represent a comprehensive exercise which we hope will be of benefit to the business sector.

Javier Díaz Fajardo,

Commercial Vice President, Colombian Securities Exchange.

Oliver Orton,

Regional Manager of Corporate Governance for Latin America and the Caribbean, International Finance Corporation – IFC.

Henry Bradford Sicard,

Rector, CESA – Colegio de Estudios Superiores de Administración.

Table of contents

1. Introduction	117
1.1. Justification	117
1.2. Background	118
1.3. About the IR: The Issuers' Recognition Program	120
 2. Theoretical Support in the Construction of the Principles of Disclosure and Transparency	 123
2.1. Corporate Governance Media: Who Governs?	123
2.2. Corporate Governance Purposes: Whose Interests Should Prevail?....	127
2.3. Information Asymmetries and the Markets' Functioning	133
2.4. Information Asymmetries, Disclosure, and Transparency	138
 3. Methodology in the Construction of the Principles of Disclosure and Transparency	 145
3.1. Methodology	145
3.2. Characteristics of the Information	148
3.3. Disclosure Practices in the Region and Corporate Governance Guidelines Suggested by Different Agencies	150

**4. Corporate Governance Guidelines on Disclosure
and Transparency** **159**

4.1. Purpose 159

4.2. Corporate Governance Code 161

4.3. Code of Ethics or Conduct 165

4.4. Corporate Presentation 166

4.5. Corporate Structure 168

4.6. Annual Report 169

4.7. Internal Regulations of the Board of Directors 172

4.8. Internal Regulations of the General Shareholders' Meetings 174

4.9. Bios of Legal Representatives and Board Members 176

4.10. Frequently Asked Questions 178

4.11. Sustainability Report 179

4.12. Committees of the Board of Directors 180

4.13. Surveys on Corporate Governance Practices Adoption:
The Country Code Survey 182

4.14. Bylaws 184

4.15. Periodical Delivery of Results 185

References **188**

1. Introduction

1.1. Justification

Corporate disclosure and transparency reduces information asymmetries between issuers and other actors in capital markets. These practices facilitate the functioning of the markets, allow an efficient allocation of resources in projects, enhance trust-building with investors, reduce high-value firms' costs of capital, allow the financing of profitable growth opportunities, and, ultimately, the creation of wealth for shareholders in particular and for the different firms' stakeholders and society in general.

This publication discusses the theoretical arguments and empirical evidence supporting these claims, seeking a greater understanding of the relevance of implementing good governance to reduce firms' opacity. Nevertheless, the fundamental value of this publication consists of its focus on what should be disclosed. Companies seeking greater transparency when faced with potential investors and stakeholders tend to agree on the need for greater disclosure and the resulting benefits. However, sometimes they have no clear strategy regarding what kind of information is appropriate to disseminate, which documents are valued most by their counterparts, and what they expect to find in such documents.

This initiative is valid and relevant when considering how multilateral agencies and good governance guidelines from the international arena consistently highlight disclosure and transparency as part of good practices that companies should implement to strengthen their governance systems. Furthermore, these agencies often underline the importance of disclosing material information (which is necessary for different stakeholders in order to enable them to make wise decisions regarding the relationship they have with the company), although a detailed discussion about the type of information that is pertinent to disclose is not usually covered.

This creates significant differences in disclosure and transparency practices in companies that decide to implement them. For example, it has be-

come increasingly common for companies to adopt and disclose information via a Corporate Governance Code (the Code), which is a set of rules that defines the system of corporate governance in companies. In some cases, the difference between the depth and number of issues raised by these codes generates a set of detailed standards. However, in other companies, these codes can create a diffuse system of governance. The same thing occurs with board and annual general meetings regulations or with Codes of Ethics. Companies that decide to build, adopt, and disclose these documents are implementing similar standards of disclosure. However, the depth and detail of each of these documents can make them effective tools or can represent attempts based on good intentions that may be unsuccessful when taking into account the objectives pursued by their construction and disclosure.

Although these guidelines stem from a specific initiative in the Colombian case, and especially due to the Colombian Securities Exchange (*Bolsa de Valores de Colombia* or the BVC) efforts to build a more liquid and attractive market for local and international investors, their applicability transcends the local context. These guidelines represent an opportunity for all companies issuing stocks or bonds that seek to achieve higher levels of disclosure and transparency. This is necessary in all capital markets, but especially for those belonging to countries where regulatory frameworks are still developing, and where the voluntary adoption of good governance practices can complement national legal provisions and aid convergence regarding the adoption of international standards of good governance.

1.2. Background

Seeking to increase the level of disclosure of Colombian issuers, as well as the level of communication between them and local and international investors, the Colombian Securities Exchange established the *Reconocimiento Emisores-IR Program* (IR: Investor Relations) in 2013. Through this program, participating companies voluntarily adopt good international investor relations practices and disclose sufficient and timely information to their stakeholders. The BVC created the program with the goal of making Colombia a more attractive market in the region for institutional investors

in the global arena. The first stage of this program can be considered successful for several reasons. First, over 30 securities' issuers, with both bonds and equities, have participated and been certified as having met the requirements. In addition, according to the book *Revelación de información y valor de las empresas en América Latina (Information Disclosure and Firm Value in Latin America)*, there has been an improvement in the disclosure practices of Colombian firms. As such, the companies with the most liquid stocks in the Colombian market rank first in the region regarding information disclosure. These findings are largely explained by the *Reconocimiento Emisores-IR Program* (Investor Relations).

Given the effectiveness of the program, and seeking to improve its scope, the Colombian Securities Exchange chose the Corporate Governance Studies Center at CESA as an academic partner to define the standards for disclosure content. In this regard, 14 requirements of the IR Program were selected where the content could make a difference in the process of disclosure. Immediately afterward, based on these requirements, the practices of companies with better disclosure in Latin America according to Trujillo and Guzmán (2015) were reviewed. Additionally, suggestions from global, regional, and local organizations in terms of corporate transparency were analyzed. All of the above, together with collaboration between the interagency teams of the Colombian Securities Exchange, the International Finance Corporation (IFC), and the Center on Corporate Governance Studies (CEGC) from CESA, allowed two documents to be developed. The first is the IR content standards (the Issuers' Recognition Program), which are exclusively for participating companies. In addition, the *Lineamientos de gobierno corporativo en revelación y transparencia (Corporate Governance Guidelines on Disclosure and Transparency)* were established and are presented in this document of general interest to all kinds of businesses, irrespective of the institutional environment or the capital market to which a company belongs.

1.3. About the IR: The Issuers' Recognition Program

As described in a previous publication (Trujillo & Guzmán, 2015), the *IR* or the *Issuers' Recognition Program* is perhaps the most relevant precedent relating to best practices that promote disclosure and transparency in Colombian companies. According to information provided by BVC officials, this program was established in response to the low positioning of Colombia as an investment destination on the international scene. This lack of attractiveness was evident in a telephone survey conducted by JP Morgan in July 2011 with 40 institutional investors from the U.S., Canada, and Europe (Switzerland, the United Kingdom, France, Sweden, and the Netherlands) that manage US \$1.2 trillion in stocks, of which \$57.2 billion were invested in Latin American companies. The survey included questions such as: What are the Latin American countries that have the highest standards of investor relations and what are those that have the lowest? In what ways can investor relations in Latin America improve? How often do investors need to meet with the senior management of companies in which they have invested in the region? How could regional companies compete for investors in emerging markets? Which Latin American countries have the highest standards of corporate governance and which ones have the lowest? What are some of the ways in which corporate governance in Latin America can improve?

According to JP Morgan (2011), respondents perceived Brazil as the most advanced country regarding their standards of investor relations, while they pointed to Colombia, Mexico, and Peru as stragglers in this regard. To improve the levels of disclosure, investor respondents requested not only a higher level of information, but also its availability in English, an increase in contact between investors and senior management, and proactive management of investor relations. Further, they suggested that issuers should improve the legal protection of investors by implementing structures involving a single type of stock (avoiding a dual-class stock ownership structure), and that they should disclose information concerning executive and director compensation, as well as their level of independence.

According to the BVC, the main weaknesses of Colombian companies focused on the poor disclosure of information (both financial and non-financial) and a lack of accessibility to and interaction with senior management. Thus, the Colombian Securities Exchange decided to work on improving disclosure and transparency practices in the country. To do so,

they conducted interviews with local and foreign investors, as well as issuers in Colombia. The BVC decided to attend to four specific problems identified in the study by JP Morgan: 1) poor interaction with foreign investors, 2) lack of regular communication of results, 3) lack of detailed and complete information, and 4) too little use of English in disclosure processes.

Thus, the Issuers' Recognition Program emerged with the goal of making Colombia a more attractive market for investment by promoting the adoption of best practices concerning disclosure and investor relations among its issuers. To do so, issuers should adopt the following four major premises: 1) report financial information on a quarterly basis, 2) present this information in both Spanish and English, 3) appoint an investor relations' officer as a first- or second-level manager within the company, and 4) conduct a quarterly meeting to deliver the results or a results' conference where the management team of the company (top management) would establish direct contact with investors.

The information that must be disclosed by companies seeking issuer recognition is very detailed and includes their business structure (reporting situations of subordination and the relationship within group holdings, subsidiaries, and/or subordinates), Governance Code, Code of Ethics, bylaws, and the regulations pertaining to the general shareholders' meeting and the board of directors, a copy of the latest completed Country Code Survey, a description of the board committees and their functions, a summary of the resumes of main executives and directors (specifying their independent status), the practices of corporate social responsibility adopted by the issuer, consolidated financial statements, agendas of corporate events, a list of analysts who develop economic research on the issuer's securities, contact information for the Office of Investor Relations including, at a minimum, relevant phone numbers and email addresses, a frequently asked questions (FAQs) session, a corporate presentation detailing the main lines of the business and/or its products, the company's annual report, a link to the website of the foreign exchanges and/or foreign trading systems where the issuer's securities are registered, and the document used for the last event where results were delivered, as well as the audio file or transcript of the presentation made at the event along with the questions and answers that took place, (BVC, 2016). According to the BVC (2016), the above requirements are in addition to those that all issuers of securities in Colombia must adhere to including the requirement to publish all of the prospects and notices of public offerings on their web page.

For those who issue only equity securities, the BVC, through the IR Program, asks for additional information be made available to shareholders on the website prior to the meeting of the General Assembly of Shareholders (ordinary and extraordinary). This includes the call (date, time, and place), a detailed meeting agenda, a list of candidates for the board of directors, financial information and relevant documentation for decision-making at the meeting, and any proposed dividend payment, when applicable. The BVC also asks for the dividend table per share for the last five years (including the current year); the date on which they were decreed and the payment dates; as well as adding to the corporate events' agenda the dates of ordinary or extraordinary meetings for the General Assembly of Shareholders; and dividend payment dates (BVC, 2016). Alternatively, according to the BVC (2016), in order for exclusive bond issuers to achieve IR status, it is necessary for them to publish information regarding issuances (value, type, amount, etc.), their existing risk ratings, and the name of the provider of their credit ratings.

The BVC awards IR recognition annually to those companies that meet these standards of disclosure, and has done so three times in 2014, 2015, and 2016. The 31 companies recognized in 2015 include Almacenes Éxito, Avianca Holdings, Banco Davivienda, Banco de Bogotá, Bancolombia, BBVA Colombia, Bolsa de Valores de Colombia, Canacol Energy, Celsia, Cementos Argos, Cemex Latam Holdings, Corporación de Ferias y Exposiciones S.A. (Corferias), Codensa, Construcciones El Cóndor, Constructora Concreto, Ecopetrol, Emgesa, Empresa de Energía de Bogotá, Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, Empresas Públicas de Medellín, Financiera de Desarrollo Territorial S.A. (Findeter), Grupo Argos, Grupo Aval, Grupo de Inversiones Suramericana, Grupo Nutresa, Grupo Odinsa, Interconexión Eléctrica S.A., Isagen, Organización Terpel, Promigas, and Titularizadora Colombiana. Between 2013 and 2014, Pacific Rubiales left voluntarily and, in 2014, Avianca Holdings and Energía de Bogotá received this recognition, as did Corferias and Findeter in 2015.

Seeking to measure the market performance of companies participating in the program who were equity issuers, the BVC created COLIR, an index composed of the shares of IR recognized companies that are part of the COLEQTY Index (shares with better liquidity according to the calculations of the BVC).

2. Theoretical Support in the Construction of the Principles of Disclosure and Transparency

2.1. Means of Corporate Governance: Who Governs?

Discussions concerning corporate governance, both in the literature on financial economics and in the legal literature, seek to understand and define the phenomenon (the definition of corporate governance), specify the actors, structures, mechanisms, and key organs (the means of corporate governance), and establish what their goals are (corporate governance purposes) or, in other words, define who governs organizations. From a legal approach, Bainbridge (2003) affirms that there are different theoretical positions regarding the means and aims of corporate governance.

With regard to the means, Bainbridge (2003) mentions the existence of three different models in the literature. The first of them is the *Shareholder Primacy Model* or the model of the primacy of the shareholders or owners. According to the author, in this model, there are two stances. Under the first theoretical position, property rights are attributed to shareholders and, as such, both the board members and directors, as members of the senior management team, are simply stewards for the owners of the company. Under the second premise, and based on the principles of Coase (1937), the company is defined as a nexus of contracts and, therefore, is no longer owned by the shareholders, but they represent only one of the factors necessary for the production of goods or services that come together through a series of explicit and implicit contracts. However, even assuming the firm is a nexus of contracts, the directors and managers continue to play the role of stewards for the owners, and proprietors are recognized as having a leading role between the various constituents or stakeholders around the enterprise.

Bainbridge (2003) defines the second model as managerialism, or as the managers primacy model, which, following the postulates of Chandler (1977), conceives the firm as a structure dominated by professional managers. Chandler (1977) referred to the visible hand as opposed to Smith (1759, 1776), who proposed that the market has the ability to self-regulate economic activity, what he called the “invisible hand of the market.” However, according to Chandler (1977), who constructed a historical analysis of the evolution of companies in the U.S. from 1840-1920, the modern corporation under the administration of salaried managers replaces the market making for more efficient coordination of the production and distribution of goods and services. For Bainbridge (2003), in this model, the shareholders are irrelevant actors, the directors are figureheads without real power, and managers are autonomous and make decisions in the company in accordance with what they want or what society imposes.

Bainbridge (2003) formally presented a third model, the *Director Primacy Model*, or the boards’ primacy model. In this model, corporate control is not in the hands of the owners or shareholders, but neither is it in the managers’ hands. For Bainbridge (2003), the model of director primacy follows the principles of Arrow (1974), for whom it is possible to govern under a consensus model when all of the actors have the same information and interests. However, information asymmetries and the divergence of interests require establishing a decision-making model based on the authority granted to an individual or a collegial body. According to Bainbridge (2003), in a modern corporation, it is impossible to imagine shareholders making decisions by consensus, as in addition to the problems of collective action, shareholders do not have the same information or similar interests.

In this third model, the board personifies the company. It represents a set of agents that centralize relevant information who have the formal authority to make decisions. In accordance with Bainbridge (2003, p. 558), this is a result that cannot be avoided “because neither shareholders, employees, nor any other constituency has the information or the incentives necessary to make sound decisions on either operational or policy questions.” In addition, Bainbridge (2003) provides two arguments to support why this role is played by the board, but not by senior management. First, legal provisions and organizational bylaws establish that senior management is subordinated to the decisions of the board. Moreover, in the past, top management teams used their power to select, compensate, and take advantage of personal relationships with members of the board, capturing these governing bodies.

However, now boards are more independent from senior management, have better access to information, and directors' compensation schemes have improved making the primacy of directors more plausible than the primacy of managers.

The three models outlined in what is known as the “means of corporate governance” place the control of the company with the shareholders, directors, or managers, suggesting an absolute power for decision-making or that the power is primarily concentrated in one of the three types of actors. However, in practice, these three models coexist and the prevalence of the characteristics and postulates of one over the other two depends upon the different conditions within the company and the context. For example, dispersed ownership makes either the primacy of management or the primacy of directors more plausible. In the case of widely held companies, the power of shareholders to control the company, the actions of management, and the decision-making processes is difficult to exert. The previous phenomenon, described by Berle and Means (1932), suggests that when shareholders maintain a very low proportion of their personal wealth in a company, and at the same time a low proportion of the share of the capital of a firm under their control, they tend to lose interest in the strategic and operational matters of the firm. Managers and directors become directly interested in these matters and run the company without the control of the real owners.

Thus, in widely held companies, with a very low concentration of ownership and a large number of shareholders, the primacy may be in the hands of the directors or managers. In addition, as Bainbridge (2003) argues, either model emerges as a response to the real power of the board to control management teams or to the power of management to capture the board. Independence is a measure that can promote the primacy of directors. The analysis undertaken by Linck, Netter, and Yang (2009) of the Sarbanes-Oxley (SOX) Law in the U.S. finds a reduction in the share of executive or internal directors on boards and the increasing participation of academics, lawyers, directors with financial expertise, and retired executives. Moreover, it shows an increase in the activities of the boards and their committees, especially audit committees, which have doubled the number of their meetings. Their findings indicate that the changes lead to boards that are more independent where directors work harder and receive better pay. This suggests that regulations can strengthen the power of the directors to control senior management and, as such, the decision-making process.

Alternatively, the management team can influence the board in various ways by controlling the decision-making process and, consequently, the firm. Information asymmetries and concentrated power in the senior management team regarding critical information for decision-making reduce the ability and effectiveness of the board and of independent directors to control the company. Additionally, environments that do not have a market of directors formally organized (i.e., those with no certified directors or corporate governance institutes) facilitate senior management's ability to control the board. The lack of a formal directors' market leads to the election of board members via references or through social networks of those that lead the company. Hwang and Kim (2009) indicate that social ties are an important potential source of director dependency in relation to management. Shivdasani and Yermack (1999) claim that when managers are involved in the process of board member selection, there are often more "grey directors" selected. In accordance with Trujillo, Guzmán, and Prada (2015), grey directors are board members that seem to be outsiders and, supposedly, do not have conflicts of interest. Nevertheless, in fact, they relate in some way to insiders and can collude with the management by supporting their decisions. Under these conditions, managerial primacy is most likely.

Ownership concentration favors the primacy of the owners, granting sufficient power to a shareholder or to a group of shareholders to enable them to control the decisions of the company. Dispersed ownership, originally thought of as the most common ownership structure around the world (Berle and Means, 1932), instead appears to be the exception. Vilalonga, Amit, Trujillo, and Guzmán (2015) present a review of the literature regarding family firms in which they point out different studies that highlight the prevalence of ownership concentration and the different types of controlling shareholders, such as banks, governments, other corporations, and families, as the most common among them. Additionally, in the case of the U.S., they review papers indicating that family ownership concentration is prevalent, highlighting how family firms make up about 33% of the large companies listed on the stock exchange, 55% if that figure includes smaller companies listed on the stock exchange, and 90% when taking into account all companies (i.e., including closely held companies).

Several authors, including La Porta, Lopez de Silanes, and Andrei Shleifer (1999), Faccio and Lang (2002), Claessens, Djankov, and Lang (2000), and Chong and Lopez de Silanes (2007), have offered evidence of ownership

concentration around the world with special emphasis on emerging countries. They find that controlling shareholders are the norm rather than the exception. In companies with concentrated ownership, the shareholders' primacy is more likely. There are different types of controlling shareholders (such as the government, families, banks, other types of institutional investors, and other companies) and the risk of losing control leads them to the establishment of governance arrangements at the company level giving the power regarding the decision-making process to the shareholders or to the board. In addition, the legal framework can facilitate the primacy of one of these actors. For example, in Colombia, only corporations (*Sociedades Anonimas*, a legal form of business organization) are required to establish a board of directors. Therefore, if the company adopts another legal form, it does not then need to establish a board of directors. Thus, the model par excellence is the Shareholder Primacy Model.

No matter which of these three models a particular firm adopts, the fundamental question that the literature tries to resolve *is what are the purposes of corporate governance?* That is to say, the decisions made by shareholders, directors, or managers according to the model adopted by the company must have a particular and common purpose. *What is this purpose? Whose interests should prevail?*

2.2. Corporate Governance Purposes: Whose interests should prevail?

Regarding the ends of corporate governance, Bainbridge (2003) indicates the existence of two types of models that differ according to the interests that the company must prioritize. The first model suggests that companies should be governed to maximize the wealth of the owners and primarily to meet the interests of the shareholders (i.e., that it governs for the shareholder). In the literature on financial economics, different authors have supported this argument, and a widely disseminated work that argues for this logic of the Corporate Governance Model comes from Shleifer and Vishny (1997). According to Shleifer and Vishny, "corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting

a return on their investment. How do the suppliers of finance get managers to return some of the profits to them? How do they make sure that managers do not steal the capital they supply or invest it in bad projects? How do suppliers of finance control managers?" (1997, p. 737).

According to this approach, corporate governance particularly focuses on designing mechanisms that protect the interests of shareholders and debt holders (i.e., the interests of those who have somehow given funding to the company). Shleifer and Vishny (1997) argue that investors decide to fund companies because, in return, they receive control rights implying, for instance, the right to decide on firms' relevant financial decisions and to elect the members of the board. However, in some countries with weak legal protection for shareholders, voting rights may be denied. Furthermore, boards may not necessarily represent the interests of the owners (as their levels of independence can allow them to take a different approach), management can act negligently, or sometimes the management team, as previously discussed, might capture the boards.

According to Shleifer and Vishny (1997), some countries complement voting rights with a managerial duty of loyalty toward the owners. Under this scheme, senior management represents the interests of shareholders. The authors assert, although some may defy this position by believing that managers should also be loyal to the employees, financial creditors, the community, the state, and society, in general, there is good reason to demand manager loyalty toward shareholders. Finally, unlike the investment of other stakeholders, once the capital investment has been made, it is trapped in the company and the shareholders are no longer necessary. The opposite occurs with the rest of the interest groups. Thus, shareholders are more likely to experience expropriation and require greater protection such as a duty of loyalty toward them.

Similarly, financial creditors have a number of legal rights to mitigate against the risk of expropriation and, depending upon the provisions in the contracts, can take action to recover all or part of the money they have granted through credit lines to finance the company. Shleifer and Vishny (1997) highlight various rights granted to financial creditors through contracts and by the legal framework, such as the right to liquidate some of the assets of the company in the event of a default or, in the case of bankruptcy, to vote to reorganize the company or to replace the senior management team.

However, depending upon the investors' legal protection and the institutional development, legal rights are sometimes difficult to exercise. Therefore, for Shleifer and Vishny (1997), investors can obtain more effective control rights by increasing the amount of resources allocated to the company. Shareholders with an investment exceeding 50% ownership of a company can obtain more effective control rights than those provided for in the regulatory framework. Similarly, financial creditors who are relevant to the company due to the level of funds they have provided can exercise active control over management. With a representative amount of funding, the creditors have greater bargaining power and they may impose further conditions on debt contracts. In addition, creditors may offer short-term loans, which imply a permanent renegotiation of the credit conditions.

From the discussions presented thus far, it follows that the concentration of ownership lends control over the decision-making process to shareholders (the model of *shareholder primacy* as a means of corporate governance) and also facilitates that the company be governed according to the shareholders' own interests (the goal of corporate governance). However, following the approaches of Shleifer and Vishny (1997), the presence of large investors in companies, either as shareholders or financial creditors, generates clear benefits for them, but also generates costs to other stakeholders. The benefits include adequate control for shareholders and creditors such that they can demand and ensure a return on their investment. The costs include control regarding the decision-making process. Large investors are able to represent and pursue their own interests, which do not necessarily coincide with the interests of the other constituents of the company including employees, managers, minority shareholders, or other financial providers. Shleifer and Vishny (1997) discuss the different mechanisms of wealth expropriation of other stakeholders by large investors (such as direct expropriation and inefficient expropriation) to pursue their personal goals that do not maximize firm value.

Different studies provide evidence regarding the expropriation exerted by the controlling shareholders on other firm stakeholders. Johnson defines *tunneling* as "the transfer of assets and profits out of firms for the benefit of those who control them" (Johnson, La Porta, López de Silanes, and Shleifer, 2000, p. 22) and argues, through cases analysis, that these expropriation practices occur not only in emerging economies, but also in developed economies with strong legal systems. Bertrand, Mehta, and Mullainathan (2002) provide evidence of *tunneling* in family business groups in India.

villalonga, Amit, Trujillo, and Guzmán (2015) provide a complete review of evidence related to the agency problem between controlling and minority shareholders, and classified it into five types: 1) the existence of controlling blockholders or differences between cash flow rights and control rights, 2) control premiums, 3) the negative impact on firm value due to the wedge between cash flow and control rights, 4) evidence regarding tunneling, and 5) evidence of the adverse macroeconomic impact related to the control of most businesses by wealthy families.

According to Bainbridge (2003), a second type of model argues that companies in general, and directors and managers in particular, must consider the interests of all of their constituents in their decision-making processes. One of the leading advocates of such theoretical models is Tirole (2001), who argues that the traditional approach based on generating *shareholder value* is too narrow to perform an analysis of corporate governance from an economic point of view. Tirole defines corporate governance as “the design of institutions that induce or force management to internalize the welfare of stakeholders” (2001, p. 4). Tirole (2001) further contends that, unfortunately, there is not much formal economic analysis related to *stakeholder society* due to the wide acceptance of the concept of creating value for shareholders. According to Tirole (2001), there is a general assumption that the most imperfect contracts are those that investors hold with the company as suppliers, employees, and customers are better protected by powerful contracts or by law. Accordingly, investors should receive more attention and have more control. However, evidence indicates that when controlling shareholders or investors exercise their power, other stakeholders are expropriated and their needs and preferences are not taken into account. Thus, contracts or the law are inefficient mechanisms to protect their rights.

In accordance with Tirole, “opponents of the shareholder value concept point at various externalities imposed by profit maximizing choices on other stakeholders: on the welfare of management and workers who have invested their human capital as well as off-work related capital (housing, spouse employment, schools, social relationships, etc.) in the employment relationship; on suppliers and customers who also have sunk investments in the relationship and foregone alternative opportunities; on communities who suffer from the closure of a plant; and so forth. The firm’s social responsibility is sometimes viewed even more broadly to include the protection of stakeholders who do not have a contractual relationship with the firm; namely,

the firm should refrain from bribing officials in less developed countries even if the probability of being caught is small, or from polluting when pollution taxes or permits are not yet put in place. In a nutshell, the firm should internalize the externalities on the various stakeholders” (2001, p. 23-24).

There is still no universal consensus regarding the purpose of corporate governance. Some theorists tend to favor those models whose ultimate goal in decision-making is the maximization of shareholder wealth. For Bainbridge (2003), when the board is accountable to the different stakeholders, in fact, it is not accountable to any of them and it does not have clear criteria for decision-making. Bainbridge (2003) makes use of a hypothetical example in which a board deliberates regarding the decision to close an obsolete plant that will benefit shareholders, creditors, and new employees as the operations will move to a modern plant, but it will affect workers who exercised their duties in the obsolete plant. According to Bainbridge (2003), if the matter is analyzed from the point of view of the stakeholders, then the decision becomes complex and subjective. Moreover, without clear guidelines, the board may decide to address its own interests and if most members benefit from the obsolete plant, they may decide to continue their operations there. However, if the decision rule is shareholder wealth maximization, undeniably, the obsolete plant will be closed.

For several authors, the acceptance of maximizing shareholder wealth as an ultimate goal of corporate governance is developed from Friedman’s (1970) arguments. According to Friedman (1970), in a system of free enterprise and private property, managers are the employees of the owners. As such, their direct responsibility is to their employers and their role consists of leading the organization according to the owner’s wishes. Those wishes are generally focused on the efficient use of financial resources. Thus, when undertaking inefficient actions from the point of view of wealth maximization to benefit other stakeholders beyond what the law demands, managers are seen as wasting the resources of the owners. For Friedman (1970), when managers perform these actions, they are taxing the owners and deciding how to invest those taxes. These functions are to be performed by those who have been elected for that purpose through democratic and electoral processes (i.e., by public officials). According to these arguments, the social responsibility of the business is in maximizing shareholder wealth, and the responsibility of the governors is to regulate the economic activity, define the tax load, and undertake the redistribution of wealth favoring the different stakeholders and society as a whole.

Nevertheless, and in accordance with the arguments of Tirole (2001), different global corporate governance guidelines validate the relevance of maximizing firm value and as such, shareholder wealth, without ignoring other actors or key stakeholders. For instance, the Principles of Corporate Governance of the Organization for Economic Cooperation and Development (OECD, 2015) devote a special chapter to the role of stakeholders in corporate governance: “The competitiveness and ultimate success of a corporation is the result of teamwork that embodies contributions from a range of different resource providers including investors, employees, creditors, customers and suppliers, and other stakeholders... The governance framework should recognize the interests of stakeholders and their contribution to the long-term success of the corporation.” (p. 37). Similarly, the OECD (2015) highlights the relevance of disclosing material information that is relevant to employees and other stakeholders or that has a significant impact on their relationship with the company.

The aforementioned supports Berk and DeMarzo (2011), who state that the model that is widely accepted in the U.S. in which shareholder welfare maximization is prioritized is not universal and emphasize the existence of models of corporate governance at the firm level that allow participation of various constituents. For instance, countries such as Austria, Denmark, and Germany give employees representation on the board. In addition, regulatory frameworks of more than a dozen OECD countries establish the need for informed worker representatives or organizations regarding major corporate decisions.

Previous arguments determine the fundamentals that support why firms are governed to improve the welfare of their shareholders and other financial providers, different stakeholders contractually related to the company, and other parties who are indirectly affected by the development of the entrepreneurial economic activity. The above aspects respond to the demands imposed by the regulatory frameworks and, occasionally, strengthen the reputation of the company and its long-term relationships through the implementation of good corporate governance practices beyond those that are required by law.

2.3. Information Asymmetries and the Markets' Functioning

To understand why transparency and the disclosure of information are part of the mechanisms used to fulfill the purposes of corporate governance, it is necessary to discuss the implications of information asymmetries on a market's functioning, the proper valuation of financial assets, and the decision-making of stakeholders relating to a particular company.

When there are information asymmetries between two counterparts in a market, an adverse selection problem emerges, as defined in economics. The economic theory assumes that the counterpart that has private information and is gaining an advantage through information asymmetries will participate in the market to profit specifically from the information it holds. Then, the adverse selection problem affects the less informed counterpart who needs to establish mechanisms to determine participation in the market and which counterpart to relate to in order to avoid economic losses resulting from this lack of information. When information asymmetries are very significant and market participants fail to establish mechanisms to solve the problem, a complete market failure may take place preventing economic exchange.

Akerlof (1970) performed an analysis regarding the adverse selection problem, pointing to the existence of different levels of quality for the same product. According to Akerlof (1970), buyers intuitively use statistics regarding the quality of products they want to purchase in different markets and assign average prices corresponding to the expected quality of the product they wish to buy. In this scenario, sellers of high quality goods do not receive a fair amount of money to compensate for the type of product they have brought to market. Thus, owners of the highest quality goods may decide to keep them rather than settle for market prices. According to Akerlof's (1970) approach, information asymmetries can reduce the size of the markets and the quality of the products traded on them.

Akerlof (1970) uses the second-hand car market to describe this problem and does it assuming the existence of two types of used cars: good and bad vehicles. Buyers do not have any information about the type of vehicle they are being offered and sellers always have economic incentives to claim that the vehicle is in top condition so as to obtain the

highest price in the market. Since buyers anticipate this problem, they assign an average price by considering what they would pay for a good used car and a bad one, in addition to the probability associated with the purchased product being good or bad. Some sellers of good used vehicles may decide to withdraw their products from the market, as they may consider that the price to be unfair. In this scenario, there is a reduction in the proportion of used vehicles in good condition offered to the market leading to a lower average price. If the average price falls below what the less demanding seller of vehicles in good condition expects to receive, a total market failure occurs, where it is only possible to buy used vehicles in poor condition.

Myers and Majluf (1984) use these arguments to describe what is expected to occur to those firms that look for funding through debt or equity in the market. For Myers and Majluf (1984), the information asymmetries between the management team, the board, and even the majority shareholders are on the one side and, on the other side, company outsiders generate an adverse selection problem when issuing shares or bonds on the capital market. All companies have economic incentives to disclose positive prospects for the future to the market. Even if management teams are not optimistic about the financial future of their companies, they are not willing to disclose this information to the market and are even less so if they require external funding to advance new projects or modify current capital structures. Thus, investors are unable to differentiate between companies that have promising prospects and real growth opportunities and those that are facing an uncertain future. As such, they are willing to buy stocks or bonds at a price that compensates for information asymmetries or, in the words of Akerlof (1970), at the average price for companies in the sector. This surely would not properly compensate companies with a promising future. This may lead some companies to decide not to seek external funding and elect instead to lose or defer growth opportunities.

Another interpretation that emerges from these statements is related to market timing. Assuming that management seeks, in the first instance, to benefit the current shareholders, companies will seek to sell shares whenever they are overvalued by the market and avoid selling them when the price is lower than that estimated by the management team. Internal estimations are more likely to be successful as they have the information for valuing growth opportunities and estimating the generation of the

company's future cash flow. Thus, the market anticipates the decision of management and considering a new issue of financial assets, new investors are always willing to buy shares at a lower than the market price.

Baker and Wurgler (2002) review evidence provided by the literature that supports the conclusion that *market timing* is common and real in the capital markets. They summarize this evidence in four different classes: 1) Companies tend to repurchase stocks when their prices on the market are relatively low compared to their book value and past prices, and decide to issue shares when prices are relatively high; 2) The market timing is, on average, successful when analyzing the average stock return in the long term taking into account the changes in the capital structure; 3) Capital issues arise when there are higher levels of optimism in the market; and 4) The price of the stock in the market is one of the main factors that affect decisions on new issues.

Considering the problems that companies face when looking for financing in the market due to these information asymmetries, the question that arises is what should companies do to address this problem? In other words, what actions can management implement to avoid the negative consequences generated by the adverse selection problem? Financial economics literature presents signaling as a model to address the problem of adverse selection. The party that holds private information relevant in a contractual relationship decides to disclose it through its behavior to less informed counterparts. Spence (1973, 1974) outlined an initial approach by analyzing a competitive labor market of workers with different levels of productivity. Since companies do not know exactly what the workers' productivity will be when they want to hire them, the wages offered in the market reflect the expected average productivity. Accordingly, the most productive workers will receive comparatively low compensation, while less productive workers will receive higher compensation than would be equivalent to their level of production. This is why the most productive workers have economic incentives to signal their level of productivity to potential employers.

According to Spence (1973, 1974), education can serve the labor market as a signal of worker productivity. The logic that supports his argument is that a higher level of education is less difficult to achieve for the most productive people. As such, it may represent a factor that differentiates a more productive worker from a less effective one. This does not mean that

education makes workers more productive. Unfortunately, the signals are never perfect. A worker with a high level of education may still be unproductive and, conversely, a worker with a low level of education can be very productive. However, if, in general terms, this rule is fulfilled, the labor market takes education as a signal of potential worker productivity and defines the wage offer consistently, thus creating the necessary economic incentives for the most productive workers to decide to reach higher levels of training in more demanding educational institutions.

Ross (1977) uses these arguments in the context of corporate finance and ensures that the firms' valuations rely on the market actors' perceptions of their future cash flow. However, no counterpart in the market knows exactly what level of cash the companies will generate. Since the discounted cash flows used to value a company are expected and not real, the implemented actions by top management can affect the perception in respect to the firms' future cash flows. For example, for Ross (1977), when a company decides to assume a certain level of debt that generates a steady pressure on its cash flow, it is signaling to the market that it expects to generate enough cash flow to enable it to service its debt. This can increase investor confidence about the future of the firm. Overall, Ross (1977) identifies the level of debt as a signal to the market and argues that the value of a company grows with its level of debt as increasing debt leads to an increased market perception regarding the value generation that the company can achieve.

The same happens with dividend policy. When a company constantly pays a representative percentage of its profits as dividends, it is signaling its ability to assume the commitments to its shareholders and preserve the necessary liquidity to operate. The level of debt or dividends assumed must be sufficiently demanding so that a company that does not have the same ability to generate cash flows cannot implement it. Thus, if only truly liquid companies can assume the pressure generated by these financial policies regarding cash flows, the signal sent to the market concerning the type of company is sufficiently credible.

Leland and Pyle (1977) develop another paper that uses financial decisions as a signal to the market. They believe that information asymmetries between lenders and borrowers represent a challenge for financial markets. Borrowers have information regarding the true characteristics of their ventures and are inclined to exaggerate any positive aspects, while lenders

are not able to differentiate which projects will involve higher levels of risk, thus generating a financing costs distortion and punishing less risky ventures. However, the actions of entrepreneurs can reveal the information that lenders fail to perceive. For Leland and Pyle (1977), the stake that an entrepreneur decides to keep in the company is a sign of its quality. Thus, the willingness to invest in the venture can signal the benefits of the project to the bank or outside investor. If the most informed counterpart decides to put down a significant proportion of the funds, it is sending a signal about its expectations for future cash flow generation indirectly revealing the information held by the entrepreneur that is not available to potential outside investors.

Alternatively, Miller and Rock (1985) follow the same logic and bring the decisions regarding dividends into the discussion. For these authors, unexpected changes in dividend policy and in levels of company indebtedness can reveal changes to the market expected by those with more information within the company, either in favor or against the generation of profit and future cash flow. Consistently, abrupt changes in dividend policies or indebtedness can change market perceptions regarding the value of a company. Following this logic, the dividend policy and changes to that policy also constitute a signal that companies send to the market and that may reduce information asymmetries.

It is necessary to clarify that all of these authors consider that the signals sent to the market to distinguish the “good” companies from the “bad” ones are costly and difficult to imitate. Thus, the best companies end up bearing the costs generating inefficiencies in resource allocation. Higher levels of debt or dividend payments involve greater funding needs, which bring about associated costs or lower levels of investment and missed opportunities for company growth. As they highlighted in different papers, these problems regarding information asymmetries must be solved in the most efficient way in order to prevent companies from bearing costs that ultimately hurt all of the market participants and, directly, the wealth that a company can create to contribute to economic development.

2.4. Information Asymmetries, Disclosure, and Transparency

As previously discussed, information asymmetries reduce the size of the markets due to lower quality transactions for goods and services and fewer participants interested in them. This reasoning, applied to capital markets, implies that companies are less able to obtain funding and, when they do, the resources they can access are expensive or at least more expensive than if there were no information asymmetries. Additionally, the deeper the information asymmetries, the greater the consequences assumed by the markets and by the companies within them. These arguments highlight the relevance of reducing information asymmetries between internal and external agents. Thus, the most transparent companies have a greater ability to attract investment, procure financing on favorable terms, and finance their growth opportunities adequately and sufficiently.

Therefore, it is understandable that most corporate governance guidelines emphasize the need for disclosing information to the market in a timely and appropriate manner. The OECD (2015) dedicates an entire chapter to disclosure and transparency. OECD considers it essential to promote practices that facilitate market surveillance, the exercise of shareholder rights in the most informed possible way, the knowledge of ethical and environmental standards under which the company operates, and the relationship the company has with the community in developing its economic activity. In addition, it notes the adverse consequences of maintaining business opacity, such as the unethical behavior of managers and other actors with power in companies, the loss of integrity of the capital markets with costs to the economy in general, higher funding costs for companies, and an inefficient allocation of financial resources.

It is on this argumentative line that Klapper and Love (2004) note the relevance of firms voluntarily adopting good governance and transparency practices, especially in relatively weak institutional settings in which neither legal provisions to protect investors nor law enforcement are sufficient to ensure adequate legal protection for shareholders, especially for minority owners.

The results of their study, conducted using a sample of companies in 14 different emerging countries indicate several relevant aspects at the country and company level. First, the authors find evidence supporting the hypothesis

that companies in growth stages, and with relevant external financing needs, have greater incentives to adopt good governance and transparency practices with the aim of achieving lower rates and reducing their costs of capital. This empirical evidence points out the relevance of corporate transparency in terms of reducing the costs of financing companies.

In addition, Klapper and Love (2004) find that, on average, when legal systems are weak, companies have less robust and more opaque corporate governance systems and vice versa. When legal systems at the country level are strong, businesses are set up in better systems of governance and are more transparent. This implies that governments should strengthen institutional frameworks at the country level to ensure a minimum standard of good governance practices in companies developing economic activities in their territories. However, these authors make two clarifications in this regard. It does not mean that companies with good governance are located only in strong institutional environments. There are companies with strong corporate governance systems at the firm level in countries with weak legal systems. In addition, this finding does not downplay the efforts that enterprises can make voluntarily to improve their governance practices, as outlined below.

Moreover, Klapper and Love (2004) found that, overall, better governance and transparency practices were associated with better financial performance. In addition, the positive impact of good governance is even more representative when companies differ from their peers in the same country and when the institutional environments are even weaker with respect to the protection offered to investors. They explain these findings arguing that investors value even small improvements in the corporate governance system at the firm level as this signals the commitment of the controlling shareholders to resign benefits that could affect the wealth of minority shareholders and that could get through actions that the institutional framework is not fully able to avoid.

Durnev and Kim (2005) present similar results taking into account the corporate governance and disclosure practices of several firms in 27 countries. Their sample allows them to test their theoretical predictions from a model according to which companies with better investment opportunities, greater ownership concentration, and increased needs for external funding generally adopt the best practices of disclosure and governance and, as such, are better valued by the market. In addition, the authors argue that this

relationship between good governance, disclosure, and a company's value should be even stronger in weak institutional environments. The intuition of the authors is that when a company has profitable investment opportunities and needs external funding, it should decide to adopt best practices. In addition, the more concentrated the ownership is, the presence of a majority shareholder can facilitate the adoption of good practices, if this controlling shareholder deems appropriate, even though the legal environment does not demand it.

The empirical tests of Durnev and Kim (2005) support their predictions. The authors find that companies have better governance practices and are more transparent when they have valuable growth opportunities that require external funding and when their ownership is more concentrated. Moreover, these positive relationships become stronger in weaker institutional environments. For these authors, firms decide to respond to weak legal environments by adopting good corporate governance practices beyond the current legal frameworks. This coincides with another finding of Durnev and Kim (2005). The markets give higher valuations to the most transparent companies with good governance. In fact, the rewards received by well-governed companies are higher when the institutional environment is weak. Therefore, the adoption of best practices beyond current legal requirements represents an additional effort that the market recognizes, making it more feasible to obtain funding under better conditions. This may encourage the controlling shareholders to improve the corporate governance systems of their companies, setting aside the opacity that is very common in weak institutional environments and acquiring a commitment to equal treatment of the different firm's stakeholders.

In that sense, Trujillo and Guzmán (2015) review different studies that have shown a positive relationship between practices of disclosure and transparency and firm value. For example, Bhat, Hope, and Kang (2006) find the existence of a positive relationship between corporate transparency and the market's capacity to make accurate forecasts about firms' future performance. In addition, they support the relevance of disclosing financial and non-financial information, especially when related to the corporate governance practices of companies.

At the same time, Anderson, Duru, and Reeb (2009) determine that family involvement in the firm is only positive for its performance if there are governance agreements and disclosure information to mitigate the potential

opportunistic behavior that may take place, thus affecting the wealth of other shareholders. Corporate opacity, along with family ownership, negatively influences firm performance. Leuz, Lins, and Warnock (2009) find lower levels of foreign investment in companies located in weak institutional environments and with poor practices regarding disclosure and transparency.

The evidence that highlights the relevance of disclosure and transparency is not limited to developed countries and, as previously discussed, is particularly relevant for businesses in weak institutional environments, such as those in emerging countries. Different studies, including those by Patel, Balic, and Bwakira (2002), Morey, Gottesman, Baker, and Godridge (2009), and Chi (2009), used samples of firms from emerging countries and found that corporate transparency has a positive and significant relationship with firm value.

This indicates that different researchers around the world have found empirical support for the theoretical discussions reviewed above. That is, there is a positive and significant relationship between disclosure and firm value. Thus, it is easier for those firms characterized as less opaque to fund profitable growth opportunities. Nevertheless, a more interesting finding for companies in weak institutional environments is the fact that markets place greater value on those companies that differ from their peers by adopting good governance practices beyond what is required by law. According to results from previous studies, voluntary adoption of good practices acquires relevance. Cheung, Jiang, and Tan (2010) employed a sample of Chinese companies and demonstrated that market premiums and higher valuations are exclusively related to voluntary disclosure. Moreover, there are discussions regarding the difference between disclosure and transparency affirming that the first implies complying with what the law requires, while the second relates to providing vital information in an appropriate manner for decision-making by different stakeholders. This includes not only information required by the law, but also voluntary disclosure of information that is easily accessible and understandable.

This distinction points to new research directions. Instead of focusing on whether or not it is important to reveal valuable company information (which is taken for granted and has been sufficiently substantiated by several authors), what is crucial is to understand is that which is valuable to disclose to the market and the best way to do so. In this new vein, there are studies by Garay, González, Guzmán, and Trujillo (2013) and Trujillo and Guzmán

(2015). Garay et al. (2013) focus on verifying the value of disclosing and then highlighting the most relevant aspects to stakeholders. The authors analyzed disclosure practices in 473 companies in Latin America through their websites, specifically as they relate to five key components: 1) periodical reports (especially financial reports), 2) news about relevant financial and governance aspects, 3) the presentation formats of information (including the language), 4) direct contact with the investor, and 5) options for participation and disclosure through audio and video. The measurements were made at three different times (2006, 2008, and 2010) and the sample included companies from Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, and Peru.

The results demonstrate several different aspects. 1) There is low level of disclosure in the region through websites. 2) There has been a gradual improvement in most countries in terms of disclosure over time. 3) Disclosure practices are affected by the industrial sector to which the company belongs, as some of them are generally more likely than others to disclose information. This makes sense due to the differences in the regulatory frameworks of economic activity. 4) Companies with ADR (i.e., those listed in the U.S. market in addition to the Latin American market), are less opaque due to the requirements in terms of disclosure imposed by the New York Stock Exchange (NYSE). 5) Larger firms tend to be less opaque implying the adoption of best practices as companies grow and consolidate. 6) Transparency is higher in areas where it is traditionally expected to be so. Companies are more transparent about financial information, and are less transparent in establishing direct contact with investors, in participation options, and in terms of disclosure through audio and video.

Although the above results are relevant, those considered most important to this study are the following. There is a positive and significant relationship between the level of firm disclosure, accounting performance, and market value. That is, the most transparent companies effectively perform better and they are the most highly valued in the capital markets. In addition, when using principal component analysis techniques, it becomes clear that what most influences firm performance and market value are disclosure and transparency practices that seek to establish direct contact with investors and allows online participation and disclosure through audio and video. Therefore, the market places greater value on those aspects that are related to voluntary adoption and differentiate one firm from another. Finally, these components have the lowest level of implementation in the sample firms.

Alternatively, Trujillo and Guzmán (2015) use a sample of companies that participate in the Latin American financial markets (454 companies) and analyze their disclosure practices from 2010- 2013. Their study focuses on the disclosure practices of companies through annual reports and other documents available on the company websites or via search engines, and are relatively easily accessible for investors. Disclosure practices relating to the board, the executive summary, the company's general information, the corporate governance system, the level of corporate social responsibility, the financial information, risk management, social dimensions or practices relating to employees, and the responsibility toward customers, suppliers, and shareholders were analyzed.

This study has several findings. 1) The annual report is an essential tool as it collects the majority of the information that the company has available for its shareholders. 2) As time passes, opacity levels in the region continue to decline, at least for companies listed on the different stock exchanges. 3) The industrial sectors show different levels of disclosure. 4) Less disclosed aspects are related to the corporate governance system, the board of directors, and practices regarding employees. In addition, 5) companies whose shares are more liquid demonstrate a higher degree of transparency.

However, in this study in particular, the most relevant results are the following. 6) The less opaque companies are in financial terms, the more they report conservative financial statements. This entails greater transparency reducing the risk of earnings management. 7) When analyzing the countries' behavior, although all of them generally have a positive trend in terms of levels of transparency, in the Colombian case, for the most liquid companies, the improvement was significant. The set of selected companies went from having the lowest levels of disclosure in the region to appear as leaders in terms of transparency. In seeking an explanation for this positive behavior, it was found that the IR Program established by the Stock Exchange in Colombia, as already described in the introduction, proposed the adoption of voluntary disclosure practices and corporate transparency leading to positive changes in the levels of disclosure in this capital market. This finding makes evident the relevance of adopting good practices beyond what is required by the regulatory frameworks in each country. 8) Once again, there is empirical evidence to support a positive relationship between disclosure and the market value of companies and their accounting performance. However, the aspects that explain this

relationship have to do with the disclosure of information concerning their boards, the legal risks, and the responsibility toward customers, suppliers, and shareholders. Other important aspects are the disclosure of the firms' governance system information, responsibilities toward employees, and corporate social responsibility in general. What did not affect firm value is the disclosure of financial information, the executive summary, and general business information. This finding does not mean that this information is unimportant, but that the market already expects it and assumes that it must be disclosed. However, supplementary information, that is not necessarily financial and allows for a better analysis of the company's situation, is more valued by the market.

Overall, previous analysis points to the relevance of efforts to reduce the opacity levels made by international multilateral agencies, surveillance organisms, regulators, and other stakeholders at the country level, and senior management at the firm level. Additionally, the Corporate Governance Guidelines on Disclosure and Transparency highlights the relevance for such discussions. The purpose of this publication is to provide content guidelines that make evident what actors in the capital markets expect to find in the different corporate documents and what companies with good corporate governance practices generally disclose. This represents a useful guide for companies continually looking to improve their levels of disclosure and their corporate transparency.

3. Methodology in the Construction of the Principles of Disclosure and Transparency

3.1. Methodology

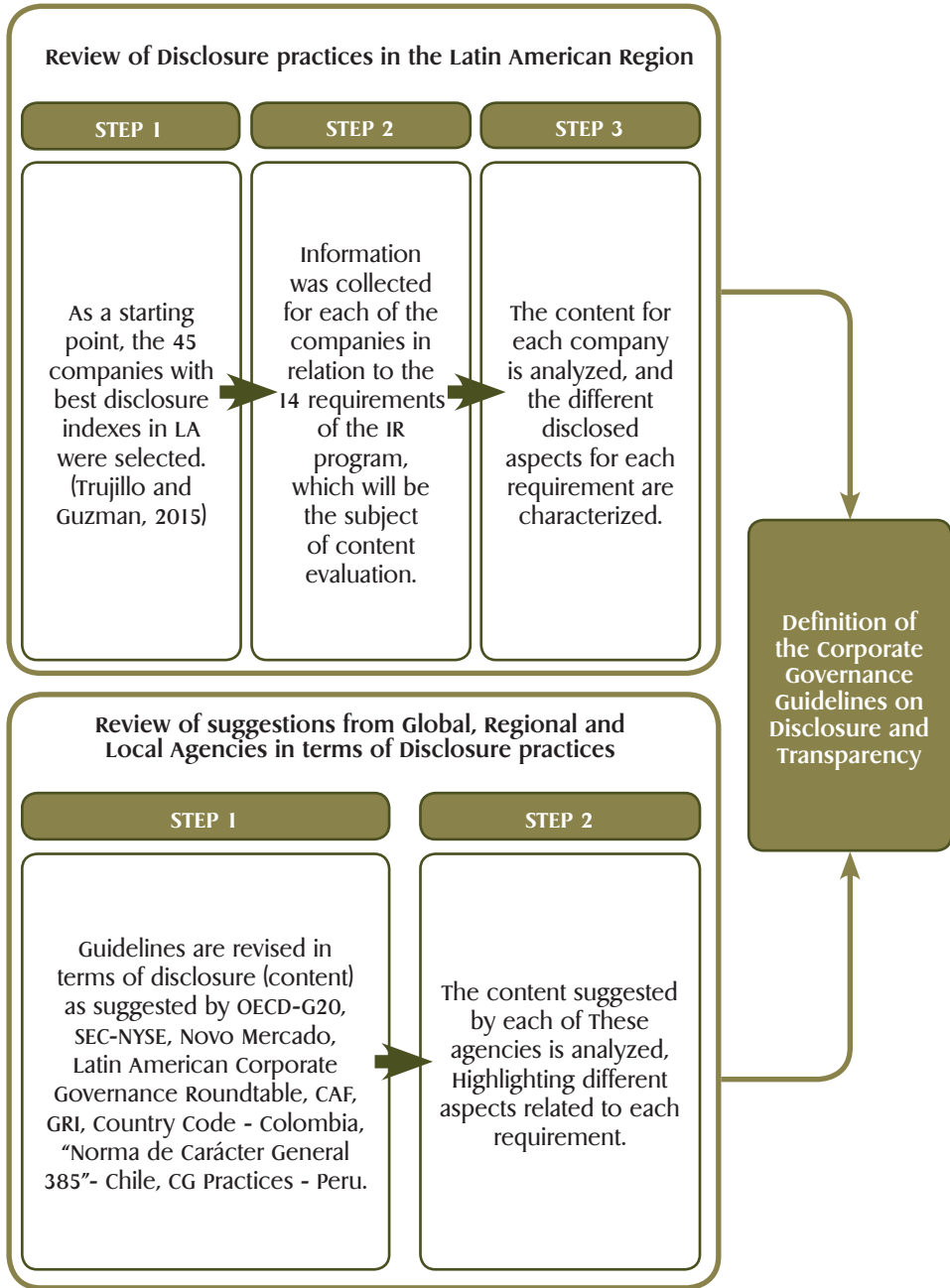
The purpose of these corporate governance guidelines on disclosure and transparency is to provide companies with a tool to enable them to determine the informational content that is expected by market participants. Communicating in a sufficient and timely manner is a primary task for firms looking to achieve adequate market valuation, particularly by current and potential investors. To define these guidelines, two sources were taken into account: 1) the informational content provided by leading companies regarding disclosure in Latin America, primarily through their websites, and 2) the requirements and standards proposed by regional and global agencies with respect to what information to disclose to the market. These sources represent input for the construction of a set of guidelines on disclosure information (content).

In order to construct an unbiased criterion, in accordance with the institutional setting and the dynamics of capital markets in Latin America, the results obtained by Trujillo and Guzmán (2015) regarding disclosure practices of companies were initially reviewed. The sample firms of this study are listed in the six largest capital markets in the region (Brazil. Novo Mercado segment and Bovespa, Mexico, Chile, Colombia, Peru, and Argentina) and the study covers the period 2010-2013. Considering the goals of that previous study, 45 companies with better indexes of financial and non-financial disclosure in 2013 were selected. Then, the information disclosed by these companies in each of the 14 aspects selected of the 27 that now make

up the requirements set by the IR Program were reviewed. The Colombian Securities Exchange and the Corporate Governance Studies Center at CESA consider the 14 aspects as requirements where the disclosed content can make a difference when companies are providing information to the market. These aspects include the good governance code, the ethics code, corporate presentation, corporate structure, annual reports, regulations of the board of directors, regulations of the general shareholders' meetings, a summary of the resume of legal representatives and board members, session FAQs, sustainability information, support committees of the board, a Country Code Survey, bylaws, and evaluations delivering results.

In the search for external validity for the content found and analyzed in these companies, the authors reviewed the standards and guidelines in terms of disclosure (content) suggested by international organizations. Specifically, the following documents were reviewed: the Principles of Corporate Governance promulgated by the OECD-G20, the Guide for Corporate Governance of the NYSE, the Regulation of Novo Mercado in Brazil, the White Paper from the Roundtable on Corporate Governance for Latin America, the Guidelines for a Latin American Corporate Governance Code of the Development Bank of Latin America (CAF), Standards and Principles of Disclosure of the Global Reporting Initiative (GRI G4), the Code of Best Corporate Practices or the Country Code for Colombia, the General Regulation on the Dissemination of Information Related to Corporate Governance Practices adopted by listed corporations in Chile, and the Principles of Good Governance for Peruvian Companies. This methodology leads to the definition of the corporate governance guidelines on disclosure and transparency (**Figure 1**).

Figure 1. Corporate Governance Guidelines on Disclosure and Transparency: Definition Process



Source: The Authors

The basic principle underlying the proposed guidelines is the materiality of the information. The concept of materiality refers to the type of information whose omission or misstatement influences economic decisions made by users. Such information is part of the analysis and, as such, a reasonable investor would consider it important in the process of investment decisions (making or voting). The material aspects are those that reflect a substantive impact of the company in the economic, social, and environmental areas. The conceptualization of the materiality of information has been proposed by different agencies in the process of defining standards, and transparency and disclosure guidelines (IASB, 2010; OECD, 2015; GRI, 2015; SEC, 2016).

The interest in having a set of recommendations that companies can implement in terms of disclosure is supported by the desire to reduce existing asymmetries between market players (managers with more information regarding the firm's prospects vs. different types of shareholders or investors with dissimilar skills to access and use the information), and by the possibility of improving capital formation and efficiency in terms of resource allocation in the capital markets. For SEC (2016), the disclosure of information is useful for decision-making and can lead to an increase in the supervision of company managers, discouraging fraud processes, improving price formation, and increasing liquidity in the market. In the same way, effective disclosure requirements should promote the integrity of capital markets and the building of a trusted environment for investors.

3.2. Characteristics of the Information

The set of recommendations regarding the content of information disclosed to the market must be framed on principles that allow for the character of utility. The principles proposed by multilateral organizations, such as the GRI (2015), include:

Integrity, which refers to the need to provide complete information that allows different stakeholders to accurately assess the performance of the organization in terms of its social, economic, and environmental aspects.

Balance, which relates to the importance of revealing aspects that reflect both positive and negative results of the company's management

on a particular issue, thus trying to mitigate potential biases in the presentation of information. Providing an objective image of the management of a company will avoid influencing the decisions or judgments of information users.

Comparability, which refers to the way a firm must pass along information and to communicate it in a logical and consistent manner so that it can be compared with the historical information that it has disclosed to the market in previous periods. Comparability allows the user of the information to trace company management over time and between peer companies.

Precision, which highlights the relevance for firms to present accurate information and with a high degree of detail such that it facilitates evaluation processes developed by the users.

Opportunity, which relates to the importance of being consistent in communicating information and considering the user's need for timely information. Regularity in the presentation of information is one of the key aspects in the process of making informed decisions.

Clarity, which refers to the way in which the user has access to information and assumes that the company must ensure that the information is available so as to facilitate understanding by various stakeholders.

Finally, *reliability*, which congregates all of the above principles by highlighting that the process of disclosure must be circumscribed to a framework of certain content and materials.

The disclosure of information is a good corporate governance practice as it allows for a reduction in the information gap between the various market players. Weak disclosure information systems and non-transparent practices may contribute to unethical behavior and to a loss of market integrity with high costs not only for the company and its shareholders, but also for society as a whole (Trujillo and Guzmán, 2015). Thus, corporate transparency is beneficial for companies and their counterparts in the market. However, some disadvantages associated with the practices of corporate transparency relate to the costs of communicating information. It is not expected that the disclosure requirements will impose unreasonable costs on enterprises, nor that information should reveal the competitive position of the company unless it is necessary to support investment decisions and avoid confusing the investor.

Therefore, the appropriate choice of some guidelines regarding disclosure is not a trivial exercise as one must consider the nature of the company, as well as the characteristics of the different information users, who differ not only in type, but also in information needs. While some investors may have some degree of sophistication that enables them to be selective in their access to and use of information, others may lack the resources or skills to process and interpret the available information. As such, the diversity of the audience that accesses information also influences the way in which companies disclose information. For SEC (2016), there must be a balance between the costs and benefits associated with the proposed guidelines when carrying out the process of disclosure for companies in the market.

3.3. Disclosure Practices in the Region and Corporate Governance Guidelines Suggested by Different Agencies

As previously mentioned, the starting point in defining the guidelines on disclosure was the review of the respective practices in 45 companies with greater transparency and disclosure indexes (both financial and non-financial) from 2010-2013 for six countries in the region (Colombia, Chile, Mexico, Argentina, Peru, and Brazil) in their respective capital markets (Trujillo & Guzmán, 2015). In the case of Brazil, both Bovespa and Novo Mercado were taken into account. In accordance with the methodology followed in the previously mentioned study, the 45 companies were selected because they communicated more information to their users through their web pages.

The review of practices in these companies was undertaken again using the information available on the websites of each company in relation to documents that support the 14 requirements defined by the IR Program, aspects where the content can make a difference in the disclosure process. It is important to note that if the information related to the components was not available on the website of the company, then it was not considered as part of the analysis. Some companies may report a high

volume of information, but not necessarily through their websites, which can hinder the user's access to information.

Table 1 presents the companies with better indexes of disclosure by country and the number of documents analyzed for each firm and country. Brazil, Mexico, Chile, and Colombia have the largest number of leading companies in terms of disclosure (14, 12, 9, and 7, respectively), while Peru and Argentina only have two and one, respectively. Additionally, of the 1,365 documents reviewed from the 45 companies, Colombia and Brazil provide the largest number related to the topic under analysis (401 and 378, respectively).

The purpose behind the analysis of the level of disclosure of this group of companies was to obtain a characterization around a structure of comprehensive content for each component, which then served as the basis for determining the number of aspects that could be taken into account for each one of them. In addition, it allowed for an assessment of the level of compliance by each company regarding the content of the proposed structure taken from the practices of the group of companies that were analyzed. In **Table 2**, the number of aspects for each component that make up the structure and the compliance percentages in terms of disclosure for each company are presented. Overall, the disclosed information indicates that the most robust content comes from the Code of Good Governance and from the annual reports produced by companies. Alternatively, the information related to business structure and the description of the committees of the board is disclosed at a lower level of detail and content.

It is important to note that although these companies are leaders in the region in terms of disclosure, they do not fully reach the level of compliance. Within the group of 45 selected companies, compliance range varies from approximately 44% to 86%. The highest level of compliance comes from the FAQ sessions related to investor relations, while the lower level involves the description of the board committees. These findings suggest that there is still a lot of work to be done to improve the levels of disclosure and the quality of information presented to the market.

Table 1. Leading Companies in Latin America on Disclosure According to Trujillo and Guzmán (2015)

COUNTRY	FIRM	NO. OF DOCUMENTS
Colombia	BVC	83
	Celsia S.A.	65
	CEMARGOS	73
	Ecopetrol	67
	ETB	39
	Grupo Argos	41
	Isagen	33
	Total for Colombia	401
México	CMR	9
	Corporación Moctezuma	27
	Credito Real	19
	CYDSA	9
	Empresa ICA	28
	Fomento Económico Mexico	31
	Gentera	31
	Gruma	15
	Grupo Bimbo	38
	Grupo Elektra	21
	Grupo Gigante	20
	IXE - BANORTE	46
	Total for México	294
Perú	Luz del Sur	16
	South Copper	57
	Total for Perú	73

COUNTRY	FIRM	NO. OF DOCUMENTS
chile	AFP Capital	19
	Aguas Andinas	15
	Banmedica	8
	Blumar	21
	Cencosud	21
	Colbun S.A.	26
	Corpbanca	24
	Puerto Ventanas	40
	Sigdo Koopers	30
	Total for Chile	204
Argentina	Molinos de la Plata	15
	Total for Argentina	15
Brasil	ITAUD Unibanco Holding S.A.	39
	Localiza Rent a Car	30
	Lojas Renner	32
	Magnsita Refratarios	22
	Natura S.A.	18
	Paranapanema	28
	Petrobras	30
	Porto Seguros	25
	Rossi Residencial S.A.	22
	Sao Carlos	21
	Suzano papel e celulose S.A.	32
	Tractebel	27
	TUPY S.A.	21
	WEG S.A.	31
	Total for Brasil	378
TOTAL SAMPLE		1365

Source: The Authors

Table 2. Level of Disclosure by Requirement

NO.	REQUIREMENT	ITEMS	NO. OF FIRMS WITH INFORMATION FOR THE REQUIREMENT	LEVEL OF CONTENT DISCLOSURE [%]
1	Corporate Governance Code	97	20	56,24%
2	Code of Ethics	28	41	78,48%
3	Corporate Presentation	18	45	63,01%
4	Corporate Structure	7	43	49,50%
5	Annual Report	50	44	73,38%
6	Internal Regulations of the Board of Directors	34	21	70,59%
7	Internal Regulations of the General Shareholders' Meetings	36	15	65,36%
8	Resumes of Legal Representatives and Board Members	13	34	64,03%
9	Frequently Asked Questions	5	29	86,21%
10	Sustainability Report	13	43	61,54%
11	Committees of the Board of Directors	8	34	44,29%
12	Surveys on Corporate Governance Practices Adoption: The Country Code Survey	1	7	-
13	Bylaws	20	38	84,21%
14	Periodical Delivery of Results	24	44	60,80%

Source: The Authors

In regard of the construction of the reference content for Good Governance Codes, a high level of disaggregation of the information collected in the document is evident. This code is constituted by several related sections including the purpose and scope of the Code, the company presentation, the structure or system and the governing bodies, such as the general shareholders' meeting, the board of directors, and the senior management team, management control, social responsibility initiatives, and conflicts of interest. It is interesting to note that while this document accounts for the commitments in terms of governance that defines the organization, only 20 of the 45 companies have a Good Governance Code with an average level of compliance of 56%.

Requirements 6 and 7 refer to regulations that support the dynamics of the main governing bodies, such as the general shareholders' meeting and the board of directors. In relation to the general shareholders' meetings, the suggested regulations include aspects that describe their dynamics in terms of scope and faculties and other aspects regarding their development. These aspects include convening, the agenda, attendance, participation, the venue, mechanisms and voting processes, the role of the chairperson during meetings, the process of electing board members, statutory audits, and relevant information on the agenda, among others. Based on this structure, the assessment of disclosure in those matters indicates that only 33% of the companies have regulations that provide guidelines for conducting annual meetings, and the level of compliance for disclosure in those companies that had such regulations was 65%. In the case of the operating guidelines of the board, the structure of the regulation concerns topics related to its composition, roles, responsibilities, and potential conflicts of interest of its members, selection criteria, remuneration, the process of calling meetings, induction processes for new members, attendance, minutes, and the agenda. Only 21 of the analyzed companies (47%) have these regulations with a level of compliance of approximately 71% in terms of the proposed content.

The components that most companies exhibit are related to corporate presentation, business structure, corporate bylaws, the Code of Ethics, and all of the documents that support the process of accountability to the market including the annual report, the sustainability report, and the delivery of results periodically during the evaluated year. Once again, while most companies disclose information related to these components, compliance levels achieved in relation to the content vary between 50% and 98%.

Table 3. International Agencies and Surveillance Organisms Recommendations regarding the Requirements

No.	Requirement	OECD G20	NYSE	Novo Mercado	GRI
1	Corporate Governance Code	1	1	1	0
2	Code of Ethics	1	1	1	0
3	Corporate Presentation	1	1	0	0
4	Corporate Structure	1	1	1	0
5	Annual Report	1	1	0	0
6	Internal Regulations of the Board of Directors	1	1	1	0
7	Internal Regulations of the General Shareholders' Meetings	0	1	1	0
8	Resumes of Legal Representatives and Board Members	1	1	0	0
9	Frequently Asked Questions	1	0	0	0
10	Sustainability Report	1	1	0	1
11	Committees of the Board of Directors	0	1	0	0
12	Surveys on Corporate Governance Practices Adoption	1	0	1	0
13	Bylaws	0	0	1	0
14	Periodical Delivery of Results	0	1	1	0

Revised documents:

OECD G20 Corporate-Governance-Principles - V. Disclosure and transparency

NYSE Listed Company Manual - Corporate Governance . Section 3

BM&Bovespa - Novo Mercado Listing Regulation

GRI G4 Reporting Principles and Standard Disclosures

Source: The Authors

Colombian Best Corporate Practices Code – Country Code	Latin American Corporate governance Code -CAF-	Latin American Corporate Governance Roundtable	Principles of Good Governance for Peruvian Companies	Frequency of each requirement on these documents
1	1	1	1	87,50%
1	1	1	0	75,00%
1	1	0	1	62,50%
1	1	1	1	87,50%
1	1	0	1	62,50%
1	1	1	0	75,00%
1	1	0	0	50,00%
1	1	1	0	62,50%
1	1	0	0	37,50%
1	1	1	0	75,00%
1	1	1	1	62,50%
1	0	1	0	50,00%
1	1	1	1	62,50%
1	1	1	1	75,00%

In the case of the annual report, according to the reference content, compliance was only about 73% indicating that despite the importance the market assigns to this component, the depth of the information presented toward fulfilling the expectations of the various stakeholders of the organization still has room for improvement. Similarly, Component 10, associated with the sustainability report, reaches a level of content compliance of 62% and should be strengthened in the future. In the case of Component 12, related only to the Colombian Country Code survey, a qualitative review regarding the depth of the explanations to the answers provided by companies was completed. In this regard, various and diverse answers were found and some were more comprehensive and revealing than others.

Once again, it is necessary to clarify that in addition to the analysis of disclosure practices by the aforementioned companies, a review of the considerations regarding disclosure suggested by international organizations was completed to provide a broader view that provides external validity and supports the construction of the Guidelines on Transparency and Disclosure of Information. The 14 components of information disclosure find support in the recommendations made by different agencies that were reviewed (OECD, NYSE, Novo Mercado, the White Paper on Corporate Governance for Latin America, CAF, GRI G4, Country Code Colombia, General Rule for Issuers in Chile, Principles of Good Governance for Peruvian Companies).

Most of the requirements are mentioned, directly or indirectly, in at least 50% of the guidelines reviewed (except for the FAQs session with references in 37.5% of the documents reviewed). However, the recommendations of these organizations focus on the content included primarily in the Good Governance Code, the business structure, the Code of Ethics, regulations of the board, the sustainability report, and the periodic delivery of results to different stakeholders (referenced in at least 75% of the analyzed documents). Other requirements addressed in more than half of the reviewed guidelines are the annual report, the corporate presentation, the resumes of the legal representatives and board members, the description of the board committees, and the bylaws (**Table 3**). The regulations of the general shareholders' meetings and the adoption of good governance practices' surveys are mentioned in exactly half of the reviewed guidelines. We hope that the importance of regulations for shareholders' meetings increases. Ownership concentration in some firms result in the board of directors losing some of its leading role in the corporate governance system at the firm level. Under these conditions, the shareholders assembly gains relevance and requires clear, good governance rules.

4. Corporate Governance Guidelines on Disclosure and Transparency

4.1. Purpose

The different disclosure standards in the international arena, defined, for example, by the GRI or the *International Financial Reporting Standards* (IFRS) Foundation, highlight the relevance of disclosing information that is balanced, comparable, accurate, timely, clear, and reliable. Balanced, in terms of the need to inform without seeking to favor one or more stakeholders involved in the organization. Comparable, in order to perform historical analysis or analysis in comparison to industry peers. Accurate, to avoid ambiguities and possible errors that could be made by individuals deciding on the subject matter. Timely, to allow people who must make decisions based on this information at the right time. Clear, so as not to distract attention from analysts and other interested parties or cause lost time for corrections, in that it reflects what is happening in the company and avoids errors in the decision-making process by different stakeholders due to the manipulation of qualitative and quantitative information.

Thus, proper disclosure increases transparency regarding firm performance, allows different stakeholders to conduct a more accurate analysis concerning companies in which they have an interest, and facilitates a more successful financial decision-making process, as well as timely and more conscious risk management. Disclosure advantages explain why the most transparent companies have a greater ability to attract local and international investors and receive higher valuations in the market, above those who choose to have high levels of opacity.

Earlier arguments highlight the relevance of implementing initiatives that increase corporate transparency facilitating the development of capital markets. They also support the need to establish which aspects firms should disclose to accurately inform market participants about their current

situation and the forecast of their future performance. In addition, they need to define the level of detail or suggested content that firms should provide to stakeholders in order to allow them to make an appropriate assessment of the company.

Therefore, the *Corporate Governance Guidelines on Disclosure and Transparency* have been developed to support companies that have decided to implement good corporate governance practices and have shown a real commitment to transparency and disclosure, contributing to market development and facilitating self-analysis by their stakeholders. The content suggested by the *Corporate Governance Guidelines on Disclosure and Transparency* promotes detailed disclosure of governance practices implemented by the company and supports the periodic reporting of material information required by all stakeholders.

The *Corporate Governance Guidelines on Disclosure and Transparency* are constructed from the good practices of leading Latin American companies regarding disclosure, as well as from the guidelines of good governance proposed by multilateral and regional agencies, stock exchanges, or market players. Indeed, the development of these guidelines required the review of practices at 45 companies with a high level of transparency from six countries in the region (Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, and Peru). Additionally, it takes into account recommendations regarding corporate governance and disclosure practices from the OECD G20 Principles of Corporate Governance, G4 GRI Reporting Principles and Standard Disclosures, the Latin American Corporate Governance Code (CAF), the Latin American Roundtable on Corporate Governance, the Novo Mercado Listing Regulations of Brazil, the NYSE Listed Company Manual, General Rule No. 385 of Chile (rules regarding the disclosure of the corporate governance practices at firm level for listed companies), the Principles of Good Governance for Peruvian Companies, and the Colombian Code of Best Corporate Practices (Country Code). A detailed analysis of the methodology used to develop the *Corporate Governance Guidelines on Disclosure and Transparency* is explained in Chapter 3 of this document.

4.2. Corporate Governance Code

Justification

In organizations of all kinds, the founders, owners, members of the board of directors, and senior management configure, develop, and constantly change the culture of the organization. Accordingly, the success that can be achieved by a firm in the implementation of good practices depends upon the understanding of, commitment to, and support of good corporate governance by the owners, the board of directors, and senior management. This implies a real and genuine interest in good practices by the key players that goes beyond the regulations imposed by the legal framework and the rules that have been voluntarily adopted by the company, and that translates into an ongoing commitment to good governance reflected in consistent actions of those who shape the organization. It is necessary to understand that good practices are only possible with real commitment and not with a set of rules intended to regulate human behavior. Once this commitment is part of the reality of the institution, the next step is to build a framework to define internal policies and codes. However, this requires reflection and adapting best practices to the history and reality of each company. For these documents to hold legitimacy within the organization, it is important to build them through a process of critical reflection and collective participation, so that they are naturally suitable for those who are involved with the company.

The *Corporate Governance Code* is a unique document that seeks to formalize, synthesize, and disseminate standards related to good governance adopted by a particular firm. The consolidation of voluntary and regulatory measures implemented by the companies demonstrates the commitment acquired by their governing bodies in order to establish a management style that speaks to all the different stakeholders. Thus, the *Corporate Governance Code* is considered as means through which to develop and present information on good governance practices implemented by the firm, giving, at the same time, a signal to guarantee fairness and transparency to the stakeholders. This document includes rules that seek to improve the functioning of the governing bodies, the relationship with different stakeholders, and organizational transparency.

Recommendations

The *Corporate Governance Code* should include general information regarding the firm, such as a brief presentation of the Code containing and its objectives and principles (rules or standards to guide human behavior within the firm) and specifying the target audience. A comprehensive presentation of the code should include the identification of the company in terms of its ownership structure, its legal form, the corporate purpose, and the business group to which it belongs, if appropriate. Furthermore, it is worth mentioning the corporate reference guidelines that characterize the company, such as its mission, vision, values, Code of Ethics, and the different business policies that are available to the company and are relevant to good governance.

In order to establish a framework of investor relations (shareholders and/or debt holders), the Code should include a section aimed at this group, which specifies the regulations of the company as they relate to the rights and responsibilities of investors, the policies for equitable treatment, guidelines for the call of shareholders' meetings (owners meetings or even meetings of debt holders), and information about the mechanisms that have been formally defined for direct contact with the Office of Investor Relations. It is of vital importance to establish internal rules governing related party transactions (RPTs), which demonstrate the commitment of the majority (controlling) shareholder to adhere to market rules in these operations and safeguard the interests of minority and other stakeholders that may be affected. Thus, the Code should include the RPT policy, or in cases where the policy is stipulated in the Code of Ethics of the company, it is advisable to refer to its existence.

Additionally, concerning the shareholders' general assembly or that of a similar body, the Code should include a document pertaining to internal regulations regarding the general shareholders' meetings that details information about their functions, meetings, established quorum, calls, and information available for the calls and the agenda. If the company has this regulation stipulated in a separate document, the company should avoid duplicating this information in the disclosure process and the user of this information should be referred to the separate document.

The *Corporate Governance Code* is the appropriate document in which to provide information regarding the rules of the board of directors as the main governing body in the system of internal corporate governance.

In order to facilitate the proper functioning of this body, it is advisable that the Code explicitly include rules on the board's functioning, composition, and renewal or turnover matters. A comprehensive *Corporate Governance Code* should incorporate guidelines regarding the composition of the board and the profile of its members, information on the types of meetings that this governing body can have, summon mechanisms and quorum details, the determination of roles and responsibilities of the members, remuneration policies, and evaluation or assessment procedures. It is also advisable that the Code include information about the composition, types, functions, and regulations of the board committees, together with the policies related to external advisors of the board. Again, if there is a board regulation in a separate document, it is preferable to avoid the duplication of information and refer the user to this other document.

In addition, and concerning the management team (top executives and other managers), these guidelines propose including in the Code their functions and responsibilities, their election process, and policies on remuneration and evaluation in a detailed manner, establishing clear guidelines and requirements that meet the expectations of the company. Remuneration policies should specify as clearly as possible the guidelines followed that allow senior management and board members to manage the tax burden of the income related to their functions and whether it has any tax implications for the company. Moreover, in this particular case, and since the *Corporate Governance Code* represents a set of internal rules, the emphasis is on defining the procedures for compensation and not on the specific amounts accrued in a particular period.

To preserve good disclosure practices, the *Corporate Governance Code* should incorporate the internal rules relating to the component of transparency and disclosure regarding financial and non-financial information. This implies the disclosure of accounting standards that guide the preparation of financial information, the rules related to the publication of the financial statements of the company, and relevant information on the future prospects of the firm. In addition, disclosure standards should take into account rules for revealing control situations of the company over other companies and investments in other companies, in addition to rules for disclosing defined compensation schemes for board members or senior management. The Code should include disclosure, protection, and security policies for the company's information, along with the

standards and method of disclosure. In accordance with the way the company defines corporate social responsibility, it is advisable to include a section in the *Corporate Governance Code* for information concerning the establishment of rules that guide the relationship with the different stakeholders and the management system of social responsibility in the organization.

Certain rules established in the firm's *Corporate Governance Code* are dedicated to the control environment and the set of policies, principles, standards, procedures, and monitoring and evaluation mechanisms applicable to the entire organization. Thus, an initial subset of these rules could focus on the elements developed within the company, mentioning and identifying the internal control system, the main goals and objectives of internal audits, risk management procedures, and the responsibilities for disciplinary control. The second subset could focus on the external control mechanisms, compiling details of internal regulations for the designation, requirements, responsibilities, and remuneration of the external auditor, along with any disqualifications and incompatibilities regarding their performance.

Finally, companies should include a section in their *Corporate Governance Code* for managing potential conflicts of interest, which would identify their definition, treatment, disqualifications and incompatibilities, disclosure policies, and mechanisms for the resolution of possible disputes that may arise within the organization. A section could also be included with an outline of any internal company policies relating to the mitigation of these conflicts.

Once efforts for consolidating the *Corporate Governance Code* have been made, it is necessary to periodically present a complete evaluation report detailing the company's compliance with the code to demonstrate the application of the practices that have been stipulated and the level of commitment by the company to the *Corporate Governance Code*. This report can be presented as an integral part of the company's annual report, which will be discussed later.

4.3. Code of Ethics or Conduct

Justification

The *Code of Ethics or Conduct* presents a set of rules in a structured manner that follows the values underlying the actions taken by the company. It sets down the principles and expectations that govern the behavior of individuals and the organization that goes beyond the compendium of regulations in a particular context. Consequently, the construction of this code facilitates the clarification of the culture of the organization and supports a good working environment. It is necessary to ensure flexibility in this code, so that it can be reviewed periodically to reflect the company's understanding about the proper conduct of its constituents. These codes regularly include a varied set of standards ranging from the establishment of employee responsibilities for their actions regarding clearly identified conflicts of interest, the usage and handling of confidential and privileged information, RPTs, the use of company resources, rules relating to gifts, bribes, kickbacks, and even anti-corruption policies relating to contributions to political parties or movements and government entities.

Considering the modern organization as a set of links established between economic activities and volunteer participants (interest groups), it is necessary to implement mechanisms that foster not only the maximization of value to them, but that also guarantee the ethical treatment of all stakeholders in the process of generating value. In this regard, the *Code of Ethics* has become a mechanism that can be extended beyond a compliance approach, which seeks to maintain a collective spirit, promoting positive moral behavior while simultaneously establishing the means through which to prevent those who wish to damage the interests and welfare of the company and society as a whole from doing so. However, it is important to note that since the *Code of Ethics* is part of the set of corporate documents that support the governance structure of the company, senior management must accept the responsibility of communicating and establishing a consistent and permanent dialogue regarding all ethical aspects that must sustain the actions of the organization.

Recommendations

In terms of content, the *Code of Ethics* should include its presentation and scope, as well as the values and principles of the company that are the basis for the development of ethical guidelines that facilitate the interpretation of the rules of conduct that have been established. Likewise, the *Code of Ethics* should set out rules regarding the handling of confidential and inside information, the obligation to report illegal or suspicious actions by different stakeholders, the importance of respect for the rules established by the regulatory framework and the governing bodies of the company, the predominance of ethics, the need for a preventative attitude, a commitment to the protection and proper use of company assets, and the importance of collaborating with authorities. The Code should also include examples of non-compliance and the assigned penalties for those who do not follow the obligations stipulated in the *Code of Ethics* of the organization.

In addition to these behavioral guidelines, and with the purpose of managing matters concerning the relationship between employees of the company and third parties, firms may specify standards of conduct as they relate to the management of intellectual property, matters relating to unfair competition, gifts and invitations, corruption, bribes to public officials to obtain contracts, and relations with political actors. The Code should also gather other firm regulations and manuals on issues of fraud, money laundering, and terrorist or illegal group funding.

4.4. Corporate Presentation

Justification

A *corporate presentation* is essential for market players and different stakeholders to understand the firm's strategic commitments and its business model, vision, the purpose that led to its creation, its year of foundation, any fundamental changes in its ownership structure and purpose over time, the legal nature of the company, and its growth dynamics and consolidation. It should also include a description of its organizational culture.

Revealing the background or business history of a company allows stakeholders to gain accurate knowledge about the firms' dynamics, to establish the relevance of the company in the business sector in which it operates, and to define its main competitors and challenges. Moreover, the statement of the legal nature of the company allows stakeholders to assess the rights and obligations imposed by the company's legal form.

Similarly, an adequate description of the organization would enable the identification of related parties and indicate whether the company belongs to a business group, or it could help to determine the different subsidiaries or companies in which the company has investments and, as such, where the influences or controls could be when it comes to the decision-making process. In addition, the *corporate presentation* should detail the stock or ownership structure of the firm evidencing the presence of controlling shareholders and others who may challenge this control. All this allows one to identify potential conflicts of interest that may affect financial creditors, minority shareholders, and other stakeholders.

In general, the *corporate presentation* is often the first point of contact between future investors and the firm. For this reason, it is an opportunity for companies to present comprehensive information, providing the potential investor with a broad overview and relevant description of the organization in its various dimensions.

Recommendations

The section dedicated to the *corporate presentation* should explicitly declare the corporate purpose of the company, its mission, vision, values, principles, objectives, and legal form. Of particular relevance, the *corporate presentation* should include a comprehensive summary regarding the history of the firm, highlighting significant changes in the ownership structure and corporate purpose, and describing the organizational culture. With regard to the current ownership structure, the *corporate presentation* should specify the subsidiaries or business group structure (as is the case), along with other relevant details including controlling shareholders and shareholding structure. In addition, the disclosure of information relating to the firms' sources of income and cash generation is essential, and should include information on the strategic framework, the business model, expansion of the product portfolio, market share, and competitive advantages

of the company. Finally, the *corporate presentation* should include a summary of the financial results of the company, highlighting key figures for better readability by market players.

4.5. Corporate Structure

Justification

The *corporate structure* refers to the overall architecture under which the company is organized. The most important aspect in this regard is clearly delineating the various governance bodies so that interested parties can assess the existence of checks and balances in the corporate governance system. The *corporate structure* should not only refer to a detailed organizational chart, but should mention the most relevant information regarding the governance structure. Consequently, members of the management team, the internal control system and its constituents, as well as the external control system are relevant matters to share with the different stakeholders. A way of complementing the *corporate presentation* is by including information about the organizational structure, providing detail regarding the characteristics of the company, and generating an overview of the management and operations thereof.

Recommendations

Within *corporate structure*, it is worth disclosing information about the management team, so that interested parties can determine who is in charge of the company. It is also advisable to provide details regarding the governance system behind the nature of the organization by noting the different governance bodies and making clear the control environment both internally and externally. It is also desirable to include a summary of the organizational chart of the company.

4.6. Annual Report

Justification

The *annual report* is one of the most important means of disclosure used in different stakeholders' relations processes. The relevance that this document has gained arises from the context in which it has been used. The *annual report* is a document that is generally prepared by senior management and the board of directors to provide accountability at the general shareholders' meeting. It represents a detailed report concerning the performance of the company in the previous year of operation, including financial and non-financial historical information, to facilitate an evaluation of the actions of the firm by different stakeholders. Previously, when companies had not yet developed various communication channels between the company and its stakeholders, such as websites, the *annual report* was the only instrument or formal communication channel. This may be the reason, as pointed out by research on corporate transparency, why the *annual report* still contains most of the information that the company wishes to reveal to the market.

Given the importance of this document for different interest groups, it must be an extensive and detailed report including information on the board of directors, an executive summary of relevant information and facts relating to the previous year of operations, a detailed financial report, firm information ranging from a historical overview to its strategic framework and awards or certifications obtained, detailed information on corporate governance, especially that related to the *Good Governance Code* and its compliance, as well as a management report regarding the various risks to which the company is exposed. Similarly, following the recommendations made by the GRI, some firms have decided to develop an integrated sustainable management report including information concerning how the company performs its corporate social and environmental responsibility. The report also includes information on the relationship the company has with the most relevant stakeholders including employees, suppliers, customers, and shareholders.

Recommendations

The *annual report* consolidates relevant information of the company, which is of interest to different stakeholders. The *annual report* should present information on the board, as well as a brief description of the board committees and its current composition with the aim of providing greater knowledge to the different stakeholders concerning the governing body and on those responsible for managing the company over a particular period. This information may be supplemented in the *annual corporate governance report*, a separate section in the *annual report* that is discussed later on.

Considering that the *annual report* represents a mechanism of annual accountability, it should include an executive summary of the yearly results through a letter addressed to shareholders presenting the report, along with an overview of the most important events regarding investment and financing during the year, and a summary of the firm's financial statements and financial situation. In addition, this document summarizes and presents an overview of the firm. Thus, it is valuable for revealing the company profile, its organizational structure, a brief historical overview, its mission, vision, certifications, and accreditations. The corporate presentation encompasses some of this information, but the *annual report* should include a succinct summary of it to the readers that base their perceptions of the firm exclusively on this report.

It is also advisable to devote a section of the document to providing information on the implementation of good governance practices, presenting the *annual corporate governance report*, which makes explicit the RPTs and changes in the governance bodies, the *Code of Good Governance*, and other internal regulations during the reporting period. In addition, the *annual corporate governance report* should present specific information on the board including the names of the members, their independent status, board committees they belong to, any compensation granted for board and committee meetings, attendance at board and committee meetings, participation of members in other firms' boards, and a description of the most important activities of the board committees. This may also include other reports or concepts of the different components of the internal and external control systems, and information regarding the compensation of senior executives (which can be done on an aggregate and annual basis). In cases where the company has transparency and corruption policies, as well as a manual for handling conflicts of interest, it is advisable to mention these also.

Overall, the *annual report* is comprehensive in terms of the detailed financial information offered to different stakeholders. It is appropriate to incorporate a summary of the main financial statements including the income statement, the statement of financial position, and the cash flow statement. To facilitate the analysis of financial figures, it is also desirable to disclose current and historical financial indicators to demonstrate firm financial performance over time. The return on different kinds of investment is particularly relevant for the stakeholders and it is advisable to make it public. In addition, the *annual report* should include information on the performance of financial assets issued by the company in the market, especially stocks and bonds.

The *annual report* provides information for key actors related to the firm. As such, a detailed analysis of risk management provides important information for different stakeholders. The corporate governance system and, specifically, the control environment, must ensure the proper management of the various risks that the company faces. Thus, it is recommended to incorporate a summary of the main risks that the company has identified, together with a report on the actions that were taken to mitigate them, and a summary of the legal issues that the company is confronted with or could face in the future in this document.

Depending upon the approach in the preparation of its *annual report*, and following the recommendations of the GRI, some firms develop an integrated sustainable annual report. This involves disclosing information on corporate responsibility with respect to other stakeholders, the community, and the environment. If the *annual report* follows the guidelines established by the GRI G4 and the firm presents an *integrated sustainable management annual report*, then the contents of the *sustainability report* should be included in the *annual report*.

The *annual report* (or the *sustainability report* in cases where it is constituted by two separate documents) should include valuable information for employees, suppliers, shareholders, and customers. This is to ensure the development of economic activity with the welfare of shareholders in mind, but without adversely affecting the interests of other stakeholders related to the firm. Consequently, it is valuable to provide information on policies to attract and retain employees, on the existence of profiles and clear compensation schemes within the company, on the actions taken to manage the organizational culture and climate, on welfare projects for

workers, and information related to the occupational health of employees including statistics on medical disabilities or absenteeism. Similarly, the *annual report* should include information regarding the company's relationship with suppliers, shareholders, and customers, such as compliance with policies regarding them or detailed reports of compliance with established objectives to ensure a good relationship with these partners.

Finally, it is advisable to include information on environmental projects developed by the company, investments made by the firm that contribute to the environment, results of corporate social responsibility in the community, and generally, a comprehensive *sustainability report*.

4.7. Internal Regulations of the Board of Directors

Justification

The board of directors is the central body in the system of corporate governance at firm level. In companies with dispersed ownership (i.e., with a high number of shareholders and with none of them having a significant stake to enable control of the firm), the board of directors represents the governing body in which shareholders delegate the supervision and guidance of senior management. Accordingly, the board is assigned with the formal power to monitor the actions of senior management, advising on and ratifying the actions proposed by management, and, if necessary, removing management and searching for an appropriate replacement. While management runs the company in terms of strategic deployment, the board establishes the guidelines for the actions of the managers. In closed-owned enterprises with a controlling shareholder and a board of directors, the latter oversees the activities and takes on a more advisory role, but the role remains crucial for the consolidation of the company in the long term through the development of an appropriate strategic plan.

Given the main role of the board, the creation of an *Internal Regulation of the Board of Directors* would ensure its proper functioning, a clear delineation of the board's duties, and the establishment of a set of rules

relating to its composition and the development of effective meetings. The internal regulation represents a set of rules regulating the actions of the members of this governing body, the responsibilities they assume, the penalties applicable to directors in the event of failure to comply with their obligations, conditions to remove a board member, board committees, and rules specifying relevant operational information, such as the agenda and minutes of meetings.

Recommendations

When firms disclose their *Internal Regulation of the Board of Directors*, they make visible the directives and guidelines that ensure competent functioning of this important governing body. This regulation should incorporate its object and scope, a description of the different types of meetings, the venue, the number of meetings or annual schedule, the means through which to call a meeting, and, especially, the minimum content that each call must have. Concerning the meetings, the *Internal Regulation of the Board of Directors* should establish rules concerning the quorum for decision-making, directors' assistance, general guidelines that should include the agenda, specific roles during the development of meetings, and the procedures used to close the meetings and to develop and validate the contents of the minutes. In addition, the *Internal Regulation of the Board* should make clear the roles and responsibilities for the president and secretary of the board to facilitate the proper functioning of this governing body. The regulation also represents a mechanism that allows establishing the quality, responsibilities, disqualifications, and incompatibilities of directors, together with the selection criteria, remuneration schemes, principles of action, and penalties for failing to comply with the stipulations of the document concerning the duties and responsibilities of directors.

The *Internal Regulation* could also set out provisions regarding the composition of the board by establishing a minimum number of independent directors along with a clear definition of independence, provisions on evaluating the board, the induction process for new members, and information on the board committees, its composition, description, and regulation. Finally, it is advisable to establish guidelines concerning the responsibility of the board regarding the policy for identifying and

managing RPTs, the firm's disclosure policy, and on the board's responsibilities and processes when making strategic decisions, hiring external consultants, and communicating decisions made by the board.

4.8. Internal Regulations of the General Shareholders' Meetings

Justification

The shareholders' meeting or partners' meeting (in closed capital companies) is the forum in which owners can exercise their rights. The board and senior management are accountable for their performance in the presentation of the results of the previous year and through an analysis of the findings from the assessment exercise on the performance of the board as a body, of each of the members of the board, and the senior management team individually. In the development of these meetings, owners re-elect or appoint an external auditor, define the remuneration of the board, and choose the professionals who will remain and those who will come to sit on this governing body for the next period. In addition, it is a forum in which minority shareholders can exercise some control on the actions of the controlling or majority shareholder, and can review and decide on different strategic topics that are relevant to the business operations, as well as on dividend policy and the strategy of profit reinvestment.

Overall, the relevance and formality of these meetings come from the congregation of the holders of the firm's property rights. Having *Internal Regulations of the General Shareholders' Meetings* facilitates the effectiveness of this meeting, as well as a proper balance of power between the majority and minority shareholders, and allows for the exercise of owners' voting power. The general shareholders' meeting has full power to direct and decide on the most important issues of the firm. For this reason, it is necessary to have *Internal Regulations* that ensure the fulfillment of these duties. Thus, the *Internal Regulations of the General Shareholders' Meetings* specify the powers of this body, the provisions regarding a quorum and

voting procedures, the commissions that can support the owners' exercise of rights, rules for the proper development of ordinary and extraordinary meetings, and rules governing the elections for choosing the external auditor and members of the board.

Recommendations

Like other elements that allow for the materialization of standards that promote good practices at firm level, the *Internal Regulations of the General Shareholders' Meetings* include the presentation and scope, the entitlements of participants, a description of the different types of meetings, deadlines, and means for calls, as well as information that the firm should provide. It is important to disclose the name and profile of candidates to board positions along with the disclosure of potential conflicts of interest and relations with the company. The *Internal Regulations of the General Shareholders' Meetings* should also include a description of the participants, attendance rules for their representation, procedures regarding proxy voting and the designation of representatives, and regulations relating to the quorum.

These regulations should also establish the standards for the holding of the sessions or meetings, with specifications regarding issues relating to attendance, participation rights, and interventions during the meetings, behavioral norms, and security guarantees offered to the participants. In addition, the regulations should offer standards relating to the agenda, the completion of the meetings, and the minutes.

Assemblies usually have a general committee supporting the development of the meetings that includes a president, a secretary, a chairperson of the board, and the CEO or a senior management representative. In some cases, shareholders count on support committees in addition to the general committee, such as those dedicated to the review and approve minutes and/or ballots in elections. The regulations should provide guidelines on the installation, composition, and operation of the above roles. Finally, the regulations should establish the rules under which the election process of the positions which are elected by the general assembly takes place including for the CEO, the external auditor of the company, and the members of the board of directors. These regulations should define the actors who must report during the annual meeting of owners.

4.9. Bios of Legal Representatives and Board Members

Justification

The profiles of the executives who make up the senior management team and the board of directors have been one of the most discussed issues in corporate governance over the past four decades. Regarding the board, having a diverse composition in terms of experience and professional background contributes to the tasks performed by this governing body and provides various points of view. Fundamental aspects regarding composition involve obvious and simple issues, such as the gender of the director. Research has shown that women generate greater discipline and exert higher levels of supervision in these governing bodies (Adams and Ferreira, 2009), which calls for gender balance on the board of directors when seeking to create a balance in advisory and supervisory roles.

The directors' independent status represents another relevant aspect regarding composition. Several papers suggest that there is a need for internal members on the board of directors (i.e. with working relationships or connections of various kinds with the company) as they have knowledge about the firm, its history, its successes in the past, and have access to information that can be useful for decision-making. However, the literature also calls for the presence of independent members, who do not have any links or relationships with the company, its executives, or owners, so that their positions on critical decisions for the company are not biased. Independent members are expected to provide knowledge and experience without conflicts of interest and to contribute by looking at issues that are relevant to the firm with an external viewpoint. The complexity arises when attempting to characterize whether a member is independent or not, as not only family, work, or contractual links affect their independence, but links or social networks also affect this consideration.

The age of the director and their length of service on the board are aspects that can affect the ability of this governing body. In practice, some companies impose limits on the age of directors in order to obtain a balance between experience and the ability to meet the demands of their position in terms of time, effort, pressure, and timeliness in the exercise of the board's functions. In addition, the seniority or length of service as a director in the company

can affect director's independence. Over time, directors generate social ties to senior management and with firms' majority or controlling shareholders.

The professional background, experience on other boards in companies in the same sector, in the public and private sectors, in management positions, and even the bilingualism of the directors are additional aspects that determine their ability to contribute to the company, and constitute factors that should be known by the different stakeholders of the firm. It is also necessary to know the different positions that the director holds on other boards for various reasons. For example, a large number of positions can generate a workload that does not allow the director to perform the advisory and supervisory functions in a proper manner. In addition, the board positions in firms in the same business sector can generate conflicts of interest affecting the directors' performance.

Something similar happens with the members that make up senior management. It is relevant to know their background and previous experience, as well as aspects that may affect their independence in decision-making and their performance and suitability. The discussion above provides the relevant arguments to understand the importance of disclosing the *resumes of legal representatives and board members* in detail to the various firms' stakeholders.

Recommendations

Firms should have publicly available sufficient information to enable different stakeholders to identify the characteristics and professional and personal backgrounds of the directors or members of the senior management team that may influence their performance. The presentation of the *resumes of legal representatives and board members* should guarantee that the description of their professional profiles discloses information about their age, knowledge and use of different languages, professional background at the undergraduate and graduate level if applicable, professional experience in the private or public sector, performance in political offices, and in companies in the same sector. It also should disclose their experience gained as board members in other firms, current positions held on other boards, their length of service on the board of the company, their independence, and awards and recognitions in order to present investors and stakeholders with a wide range of information regarding the profiles of directors and senior management.

4.10. Frequently Asked Questions

Justification

Some aspects that people who have a high level of understanding and experience in the business sector can consider as basic knowledge could be unknown or misunderstood by minority shareholders, debt holders, and other relevant stakeholders. For example, shareholders may not have knowledge of what types of shares firms issue and the rights attached to them, the process required for dividend payouts, and they may not be clear about the implications of the dematerialization of securities. They may also ignore the implications of the temporary delay on collection of dividends or more technical issues, such as the ex-dividend period or the implications of ADR issuance. The bondholders may have concerns about the role of the legal representative of the bondholders and the implications and power of a meeting of bondholders. Some companies may be interested in the procedures they have to follow to become firm's suppliers. Customers may have concerns regarding billing, the products or services guarantees, and mechanisms for making complaints. Investors and stakeholders, in general, may have concerns about general issues relating to the firm, such as its risk rating, the corporate purpose, the percentage of floating capital, and the regulatory framework that frames the actions of the company.

In countries where the level of financial literacy is low or with developing capital markets, it is necessary to ensure that investors and other stakeholders resolve their concerns in the timeliest manner possible. These arguments indicate the relevance of having a comprehensive FAQ section that covers as many questions as interest groups have and that allow them to find accurate information to make sound decisions.

Recommendations

In order to provide accurate and complete information, the FAQ section should be as detailed as possible. It is worth having a FAQ subsection available for different stakeholders. Therefore, it is advisable to classify the ques-

tions according to the nature of and the concerned type of stakeholder by having sections to resolve concerns regarding basic information on the firm, as well as sections for customers, investors, and suppliers, thus ensuring the relevance of the questions for different target audiences. These large groups of questions can have subdivisions. For example, in the case of firms issuing stocks and bonds, the investors' section should provide information for debt holders and equity holders. In cases where the questions do not meet the concerns of the users, it is advisable to publish contact information or the investor relations contact in this section.

4.11. Sustainability Report

Justification

Value creation represents the firms' *raison d'être* and their fundamental contribution to economic development. Even though shareholder wealth creation is one of the fundamental objectives for companies, different managerial models address decision-making in organizations and look for companies pursuing this goal without adversely affecting the interests of shareholders or preserving value creation for the different firms' stakeholders and society as a whole. Therefore, companies should carry out their for profit activities without adversely affecting the environment and the welfare of future generations. They should perform their economic activity within a framework of sustainable development, which takes into account the relationship between the environment, society, and the pursuit of economic development and wealth creation. This implies that the company needs to identify the stakeholders in a broader sense and include communities that may be affected by their economic activity taking into account the impact on the environment and reflecting on whether their activities consider and promote respect for human rights.

Recommendations

Firms should disclose information concerning their model of sustainability or corporate responsibility so that stakeholders see firsthand the actions deployed by the company in order to meet the demand of the interest groups identified in the shaping of this model. In addition, providing a list of recognitions, awards, or certifications that the company has obtained will prove its commitment to sustainable development. Moreover, for the environmental dimension, firms should disclose information related to their environmental strategy, investments, and environmental projects, and the considerations or actions that contribute to reducing climate change and preserving biodiversity. The social dimension generally includes information about labor practices, human rights, projects, and investments for society in general and the community living in close proximity to the company. It is convenient to take into account the guidelines established by the GRI G4 for the construction of sustainability reports, and to be aware of the possibility of consolidating sustainability information with the *annual report* in cases where the firm is following the standard G4.

4.12. Committees of the Board of Directors

Justification

Boards' demands and responsibilities continue to increase steadily due to changes in the environment in terms of competition and regulation and changes in the complexity of operations following company growth. Accordingly, boards rely on supporting specialized committees with a focus on certain critical issues for key board functions to perform in the most efficient manner the tasks entrusted to this governing body. Understanding the *raison d'être* of the *committees of the board* is essential for the satisfactory functioning of these committees and for the proper definition of its structure and functions. As mentioned in the guidelines on corporate governance provided by the Country Code in Colombia, the board of directors should assess the appropriateness of establishing within itself specialized committees to

act as bodies of study and support on specific issues (sometimes highly technical matters). These committees should be able to submit proposals to the board and eventually exercise certain functions via delegation, may be temporary or permanent, and are an extension to the board. Thus, they are not separate governing bodies and their functions are those decided by the board itself. Corporate governance guidelines frequently suggest the establishment of different board committees, such as: (1) Compensation and nominating, (2) Risk management, (3) Corporate governance, and (4) Audit.

Each of the support committees of the board must have its own internal governing regulations including details of its structure, matters and functions that it should work on, and its operation, paying particular attention to communication channels between the various committees and the board. In terms of composition, good practices suggest that the committees should be made up of independent members and that they can get support, in a timely or permanent manner, from members of senior management and/or external experts with experience on matters within its competence.

Recommendations

Board committees are established within the most important body in the firms' corporate governance system and, as such, are an extension of the board. Firms should publicly disclose information about the board committees' description, functions, composition, and members, specifying their profiles and level of independence. In addition, firms should disclose information related to the attendance record and the assessment of the members of these committees. Similarly, it is necessary to disclose the regulations for each of these committees so that external stakeholders can assess the role they have as part of the board of directors. In addition, companies should specify the committees that serve the board and differentiate them from executive committees that are comprised of senior management, which have different functions and do not have a leading role in the governance structure of the firm. If this information is included in the board's regulations, the company should avoid the duplication of information in the disclosure process and users of this information should be referred to the relevant document.

4.13. Surveys on Corporate Governance Practices

Adoption: The Country Code Survey

Justification

In the case of Colombia, the *Country Code* or *Code of Best Practices* is an initiative led by the Financial Superintendence of Colombia and by different actors who are seeking the adoption of best practices in corporate governance for firms issuing securities. However, any other company in the country wishing to have significant advances in governance could adopt the recommendations offered by the *Country Code*. The Financial Superintendence also developed the *Country Code Survey* with the purpose of identifying the adoption of good governance practices suggested in the code by the issuers and seeks to identifying which measures or recommendations the company has decided to implement voluntarily.

The topics that outline the *Country Code Survey* include the dynamic in the general shareholders' meeting as a legitimate scenario for dialogue between the different types of shareholders and the management team. It also reviews practices around the board of directors as the governing body that links the provisions and determinations of shareholders with the acting management team. The *Country Code Survey* also covers the assessment of practices regarding the disclosure of financial and non-financial information as a governance mechanism and signal for the company's commitment to reducing informational asymmetries between insiders and outsiders and the process of dispute resolution to secure excellent company performance and to ensure the welfare of its stakeholders.

Although recommendations are not legally binding, issuers must disclose the implementation level of recommendations offered by the *Country Code* to the market. As mentioned by the Financial Superintendence of Colombia, when completing the *Country Code Survey*, each recommendation has a space for firms to briefly describe the way in which they have carried out the implementation of this recommendation and for the companies to disclose the reasons why they have not accepted a particular recommendation. It is at this point that it is crucial

to understand the different motivations that lead companies toward the adoption (or not) of a certain measure. In order to uncover the way in which they adopt (or not) a provision, it is necessary to have comprehensive answers or explanations that clearly establish the motivations and actions of the firm. A well-supported answer is a signal of commitment in terms of governance.

This approach seeks not only to analyze the level of good governance practices implemented at the firm level, but to size up the aspects that must be improved on to achieve greater convergence with global standards at the country level. The Code of Best Practices follows the model of voluntary adoption globally accepted to strengthen investor protection and the development of best practices at the firm level. The development of this model started in the 1990s in Europe and it has spread over the past two decades in the international arena. This type of practice has unfolded in the United Kingdom, Spain, Mexico, and Peru, where there is not only voluntary adoption of the code, but also the obligation to fill out surveys regarding the adoption of the recommendations.

Recommendations

These guidelines suggest companies filling out a survey about the adoption of the recommendations on corporate governance codes and, specifically, providing explanations concerning the implementation level or the decision not to accept a particular recommendation, to use the survey as another mechanism of good governance. This is possible by providing comprehensive answers that allow market players and stakeholders who analyze this information to find evidence of the issuers' commitment to good governance practices. This instrument, implemented by regulators at the country level, represents an opportunity and an additional mechanism for companies in their efforts to disclose information to the market in detail.

4.14. Bylaws

Justification

The *bylaws* represent the document containing explicit guidelines that the organization operates within for a given activity and entails a legal connotation. The company establishes the ground rules for the relationship with different stakeholders, especially with the owners or shareholders, through the *bylaws*. Their binding with the law give bylaws formality and enforcement, much more so than any other corporate document. Corporate governance practices not reflected in the *bylaws* can somehow lose validity and force when facing changes in the composition of the governing bodies and senior management. Alternatively, good practices covered in the statutes have greater stability and can only be altered by reforming the bylaws. This document should embody relevant aspects related to shareholder composition at the time of incorporation of the company, how financial decisions (e.g., those linked to dividend payouts) are made, new ways of funding, and incursions into other economic activities deploying a growth strategy. Of particular importance, bylaws also define the scope and purpose of the governing bodies to carry out management, counseling, and supervision activities, such as the shareholders assembly, the board of directors, board committees, external auditors, and senior management.

It is important to note that the definition of statutory terms should not ignore the process that every organization faces that involves constant adaptation to environmental demands. Therefore, bylaws must have a solidity and consistency in such a way that they reflect the scope of the company in a changing and dynamic context.

Recommendations

Bylaws should be available to the public, be easily accessible, and contain essential elements, such as the legal nature of the company, company name, corporate purpose, shareholdings, and the address. They could also provide guidelines concerning the description, management, and functions

of the firms' corporate bodies. The *bylaws* regulate matters of the general shareholders' assembly regarding its composition, functions, types of meetings, and quorum; the board of directors regarding its composition, level of independence (number of independent members), required profiles, meetings, functions, and board committees; the chief executive officer of the organization including assignation criteria and their functions; and the external auditors including their function, disqualifications, and selection criteria. To clarify, these are content suggestions related to the corporate governance of the company. Consequently, the *bylaws* also gather information on other aspects of the company of which no mention is made.

4.15. Periodical Delivery of Results

Justification

In the process of accountability that organizes the firm for various stakeholders, delivering results has been one of the main mechanisms that tend to diminish information asymmetries between those who run the organization and those outside it. The results achieved by companies within a period of analysis, in particular, is a sign of performance and the types of decisions that have been previously made. This is the way an investor can learn from the past and about the immediate future of the company. Increasing demands in terms of regulatory issues, the market, and competition make delivering results a more inclusive and comprehensive process that goes beyond the presentation of a compendium of quantitative information to a process in which the investor becomes more informed and gains access to sources in terms of information. This exercise allows investors to validate and question the actions of the organization almost in real time, thus becoming valid interlocutors in the process of accountability.

Periodicity in terms of the presentation of results is frequently framed within the legal requirements that were determined for this purpose coinciding with the *annual report*. However, in order to have a dynamic and participatory accountability process, it is desirable an increase the frequency of reporting during the fiscal year and is consistent with the willingness of

the company to inform their stakeholders in a timely fashion. An important aspect to consider when presenting results is who leads the process. Stakeholders count on the explicit willingness of the senior management team to carry out this work. At the end of the day, senior managers bear the responsibility for the organization's performance.

Recommendations

Delivering quarterly results plays a decisive role for sound decisions on the part of investors, providing them with comparable and timely information. In line with best practices, firms should disclose audio files and transcripts when delivering results. With the aim of achieving a greater impact in the global market, companies should disclose a version of their results in another language (an English transcription is suggested). This quarterly report should clarify the goal of disclosing the results, the managers responsible for them, and the factors or significant events that affect firm performance. At the same time, the report should disclose information about the supply and demand relating to company products or services, the quarterly free cash flow, efficiencies achieved in costs and expenses management, and representative investments or divestments during the period. Firms should also include the current situation of their business units, their financial results, profits for the business group (when applicable), financial information specified by each business segment, and an explanation for each financial data item presented. Finally, firms should also disclose information regarding the evolution of share and bond prices on the market (when applicable), future prospects in the short and medium term, the management of risk factors, and RPTs executed during the reporting period.

References

1. Adams, Renée and Daniel Ferreira (2009), Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics* 94(2), 291-309.
2. Akerlof, George (1970), The market for Lemons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
3. Anderson, Ronald, Augustine Duru and David Reeb (2009), Founders, heirs, and corporate opacity in the United States. *Journal of Financial Economics* 92(2), 205-222.
4. Arrow, Kennethm (1974), *The Limits of Organization*. New York: Norton.
5. Bainbridge, Stephen (2003), Director Primacy: the means and ends of corporate governance. *Northwestern University Law Review* 97(2), 547-606.
6. Baker, Malcolm and Jeffrey Wurgler (2002), Market timing and capital structure. *The Journal of Finance* 57(1), 1-32.
7. Berk, Jonathan and Peter DeMarzo (2011), *Corporate Finance*, 2nd ed. Boston: Prentice Hall.
8. Berle, Adolf and Gardnier Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*. New York: The Macmillan Company, Reprint, 1991, New Brunswick: Transaction Publishers.
9. Bertrand, Marianne, Paras Mehta and Sendhil Mullainathan (2002), Ferreting out tunneling: an application to Indian business groups. *The Quarterly Journal of Economics* 117(1), 121-48.
10. Bhat, Gauri, Ole-Kristian Hope and Tony Kang (2006), Does corporate governance transparency affect the accuracy of analyst forecasts? *Accounting and Finance* 46(5), 715-732.
11. BVC (2016), *Circular Única BVC*, updated as at 15 July 2016. Bogota: Colombian Securities Exchange.

12. CAF (2013), *Lineamientos para un código latinoamericano de gobierno corporativo*. CAF – Development Bank of Latin America.
13. Chandler, Adam (1977), *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*. Cambridge: Belknap.
14. Cheung, Yan-Leung, Ping Jiang and Weiqiang Tan (2010), A transparency disclosure index measuring disclosures: Chinese listed companies. *Journal of Accounting and Public Policy* 29(3), 259-280.
15. Chi, Li-Chiu (2009), Do transparency and disclosure predict firm performance? Evidence from the Taiwan market. *Expert Systems with Applications* 36(8), 11198-11203.
16. Chong, Alberto and Florencio López de Silanes (2007), *Investor Protection and Corporate Governance: Firm-level Evidence Across Latin America*. Latin American Development Forum. Palo Alto, CA: Stanford University Press; Washington, DC: World Bank; Washington, DC: Inter-American Development Bank.
17. Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry Lang (2000), The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics* 58(1-2), 81-112.
18. Coase, Ronald (1937), The Nature of the Firm. *Economica* 4 (16), 386-405.
19. Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores –conasev– (2002), *Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas*. Lima, Perú.
20. Durnev, Art and E. Han Kim (2005), To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *The Journal of Finance* 60(3), 1461-1493.
21. Faccio, Mara and Larry Lang (2002), The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65(3), 365-395.
22. Friedman, Milton (1970), The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *New York Times Magazine*, September 13, 1970.
23. Garay, Urbi, Maximiliano González, Alexander Guzmán, and María-Andrea Trujillo (2013), Internet-based corporate disclosure and market value: Evidence from Latin America. *Emerging Markets Review* 17(1), 150-168.

24. GRI (2015), *G4 Sustainability Reporting Guidelines*. The Netherlands, Amsterdam: Global Reporting Initiative.
25. Hwang, Byoung-Hyoun and Seoyoung Kim (2009), It pays to have friends. *Journal of Financial Economics* 93(1), 138-158.
26. IASB (2010), *Conceptual Framework, International Financial Reporting Standards*. London, United Kingdom: ifrs Foundation.
27. Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio López de Silanes and Andrei Shleifer (2000), Tunneling. *The American Economic Review* 90(2), 22-27.
28. JPMorgan (2011), *North American and European Investor Opinions of Latin American Companies*. New York: Depositary Receipts Group, JPMorgan.
29. Klapper, Leora and Inessa Love (2004), Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance* 10(5), 703-728.
30. La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes and Andrei Shleifer (1999), Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54(2), 471-517.
31. Leland, Hayne and David Pyle (1977), Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. *The Journal of Finance* 32(2), 371-387.
32. Leuz, Christian, Karl Lins and Francis Warnock (2009), Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms? *The Review of Financial Studies* 22(8), 3245-3285.
33. Linck, James, Jeffry Netter and Tina Yang (2009), The Effects and Unintended Consequences of the Sarbanes-Oxley Act on the Supply and Demand for Directors. *The Review of Financial Studies* 22(8), 3287-3328.
34. Morey, Matthew, Aron Gottesman, Edward Baker and Ben Godridge (2009), Does better corporate governance result in higher valuations in emerging markets? Another examination using a new data set. *Journal of Banking & Finance* 33(2), 254-262.

35. Miller, Merton and Kevin Rock (1985), Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance* 40(4), 1031-1051.
36. Myers, Stewart and Nicholas Majluf (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13(2), 187-221.
37. Novo Mercado (2011), *Novo Mercado Listing Regulation*. Sao Pablo, Brazil: BM&FBOVESPA.
38. NYSE (2014), *nyse: Corporate Governance Guide*. London, United Kingdom: White Page Ltd.
39. OECD (2004), White paper on Corporate Governance in Latin America. Paris: OECD.
40. OECD (2015), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD.
41. Patel, Sandeep, Amra Balic and Liliane Bwakira (2002), Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets. *Emerging Markets Review* 3(4), 325-337.
42. Ross, Stephen (1977), The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics* 8(1), 23-40.
43. SEC (2016), *Business and Financial Disclosure Required by Regulation S-K*; Concept, Release. Washington, DC: Securities and Exchange Commission.
44. Shivdasani, Anil and David Yermack (1999), CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance* 54(5), 1829-1853.
45. Shleifer, Andrei and Robert Vishny (1997), A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance* 52 (2), 737-783.
46. Smith, Adam (1759), *The theory of moral sentiments*. 2011 Reprint of 1790 London Edition, New York: Gutenberg Publishers.
47. Smith, Adam (1776), *The wealth of nations*. Reprint, 1937, Cannan Edition, New York: Modern Library.

48. Spence, Michael (1973), Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics* 87(3), 355-374.
49. Spence, Michael (1974), *Market Signaling: Informational Transfer in Hiring and Related Screening Processes*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
50. Superintendencia Financiera de Colombia (2014), *Código de Mejores Prácticas Corporativas*. Circular Externa 028 de 2014.
51. Superintendencia de Valores y Seguros (2012), *Norma de Carácter General sobre difusión de información relacionada con prácticas de gobierno corporativo adoptados por las sociedades anónimas abiertas*. Santiago de Chile.
52. Tirole, Jean (2001), Corporate Governance. *Econometrica* 69(1), 1-35.
53. Trujillo, María-Andrea and Alexander Guzmán (2015), *Revelación de información y valor de las empresas en América Latina*. Bogotá: Editorial CESA, Consejo Privado de Competitividad, The International Finance Corporation y seco.
54. Trujillo, María-Andrea, Alexander Guzmán and Francisco Prada (2015), *Juntas Directivas en el Desarrollo del Gobierno Corporativo*. Bogotá: Editorial CESA, The International Finance Corporation y seco.
55. Villalonga, Belén, Raphael Amit, María-Andrea Trujillo and Alexander Guzmán (2015), Governance of Family Firms. *Annual Review of Financial Economics* 7(1), 635-654.

CESA - Colegio de Estudios Superiores de Administración.
Este libro se terminó de imprimir en octubre de 2016 en Bogotá D.C.
Se compuso en caracteres Griffon de 9 pts.
Y se imprimió sobre papel bond de 90 gr.

