

Universidad ORT Uruguay
Facultad de Administración y Ciencias Sociales

**Análisis de la relación entre gobierno corporativo y el
costo de capital proveniente de la emisión de deuda en
empresas uruguayas.**

Entregado como requisito para la obtención del título de
Máster en Contabilidad y Finanzas

Cra. Stella Maris Cor – 189.714

Tutor: Dr. Nicolás Gambetta

2016

Montevideo, 5 de setiembre de 2016.

Declaración de autoría

Yo, Stella Maris Cor declaro que el trabajo que se presenta en esta obra es de mi propia mano.

Puedo asegurar que:

- La obra fue producida en su totalidad mientras realizaba el Máster en Contabilidad y Finanzas;
- Cuando he consultado el trabajo publicado por otros, lo he atribuido con claridad;
- Cuando he citado obras de otros, he indicado las fuentes. Con excepción de estas citas, la obra es enteramente mía;
- En la obra, he acusado recibo de las ayudas recibidas;
- Cuando la obra se basa en trabajo realizado conjuntamente con otros, he explicado claramente qué fue contribuido por otros, y qué fue contribuido por mí;
- Ninguna parte de este trabajo ha sido publicada previamente a su entrega, excepto donde se han realizado las aclaraciones correspondientes.



Cra. Stella Maris Cor

Agradecimientos

Aprovecho este espacio, para agradecer a mi tutor Dr. Nicolás Gambetta, por su disposición, apoyo y esfuerzo constante para lograr el nivel profesional del presente trabajo.

Agradezco también a familiares, amigos y compañeros de trabajo, quienes me brindaron su apoyo durante toda la Maestría.

1. Abstract

Las debilidades que enfrentan las empresas en materia de gobierno corporativo y la exigua transparencia de la información brindada a los inversores, motivó investigar sobre la relación entre el gobierno corporativo y el costo de capital proveniente de la emisión de deuda en empresas uruguayas. El objetivo principal del presente trabajo es analizar la propensión de las empresas uruguayas a cumplir con los requerimientos de información de gobierno corporativo exigidas por el regulador e identificar si tiene incidencia en el costo de la deuda emitida. La metodología utilizada para evaluar la hipótesis planteada fue el estudio de caso de empresas emisoras de deuda en Uruguay, el análisis de contenido para construir el Índice de Requerimientos de Gobierno Corporativo (IRGC) y el estudio estadístico del coeficiente de correlación de Pearson (r) para determinar la relación entre las variables IRGC y el costo de capital (DESVTASA). Los resultados muestran que los valores más altos de divulgación de requerimientos de gobierno corporativo están asociados con tasas de emisión de deuda menores en relación a la tasa promedio de mercado, con lo cual se concluye que la calidad de la información de gobierno corporativo incide en el costo de deuda. Otro hallazgo interesante es que el resultado obtenido de la aplicación del análisis de contenido para cada empresa, muestra el aumento en la divulgación de la información relacionada con los requerimientos de gobierno corporativo previo a la emisión de una serie de obligación negociable. Y si bien las mejores consideraciones del papel del comité de auditoría se relacionan con mayores IRGC, existe una relativa consciencia de la importancia de dicho órgano en la gobernanza de las empresas.

Palabras Clave

Gobierno corporativo, costo de deuda, mercado de valores, BVM, BCU, Obligaciones Negociables, Uruguay.

Índice de Capítulos

1. <i>Abstract</i>	4
2. Cuerpo del Trabajo	10
2.1. Introducción	10
2.2. Revisión Bibliográfica	14
2.2.1. El gobierno corporativo y la transparencia de los mercados.....	14
2.2.2. Vínculos de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo con el costo de la deuda	20
2.2.3. Tipos de deudas que emiten las empresas	24
2.2.4. El mercado de valores en Uruguay y las normas que lo regulan.....	27
2.2.5 Aspectos de gobierno corporativo que requieren las normas a los emisores de valores de oferta pública	35
2.2.6. Desarrollo de hipótesis	41
2.3. Diseño de la investigación	42
2.3.1. Fundamentación de la metodología a utilizar	42
2.3.2. El Índice de requerimientos de gobierno corporativo	46
2.3.3. Costo de capital	49
2.3.4. Correlación entre IRGC y DESVTASA	50
2.3.5. Fuentes de datos y selección de la muestra.....	51
2.4. Resultados.....	59
2.4.1. Hechos estilizados sobre los datos.....	59
2.4.2. Resultados sobre H1	64
2.4.2.1. Índice de requerimientos de gobierno corporativo	64
2.4.2.2. El IRGC y su vinculación con el papel del comité de auditoría	88

2.4.2.3. Correlación entre IRGC y DESVTASA.....	93
2.5. Conclusiones y discusión	99
3. Referencias Bibliográficas	105
4. Anexos.....	110
Anexo 1. Titularidad de los órganos de control.....	110

Índice de Tablas y Figuras

Tabla 1. Información requerida a los emisores de valores, con periodicidad anual, semestral y trimestral.....	34
Tabla 2. Principales requerimientos a implementar sobre las prácticas de gobierno corporativo.....	36
Tabla 3. Información complementaria sobre prácticas de gobierno corporativo.....	37
Tabla 4. Criterios para asegurar procesos adecuados de supervisión y control de la gestión.....	38
Tabla 5. Información adicional a incluir en la memoria anual	39
Tabla 6. Estructura conceptual del Índice de Requerimientos de Gobierno Corporativo (IRGC).....	47
Tabla 7. Emisores del Mercado de Valores de la República	52
Tabla 8. Población de emisores no financieras del sector privado	53
Tabla 9. Empresas no financieras del sector privado con clasificación Obligación Negociable (ON).....	54
Tabla 10. Tipo de información periódica publicada por año y por empresa	54
Tabla 11. Titularidad de los órganos de administración y control	55

Tabla 12. Resumen de los procesos de emisión realizados por los emisores seleccionados.....	56
Tabla 13. Determinación de observaciones.....	58
Tabla 14. Observaciones por Año / Empresa	59
Figura 1. Observaciones por Empresa	60
Tabla 15. Estadísticos Descriptivos.....	61
Tabla 16. Activo, Pasivo y Patrimonio	61
Tabla 17. Ingresos Operativos Netos	62
Tabla 18. Resultado del Ejercicio	63
Tabla 19. ROA.....	63
Tabla 20. ROE.....	64
Tabla 21. Determinación del año de memoria anual del Directorio	65
Tabla 22. CENTRAL LANERA DEL URUGUAY (CLU) – IRGC 2010	68
Tabla 23. CENTRAL LANERA DEL URUGUAY (CLU) – IRGC 2015	68
Tabla 24. CONAPROLE (CON) – IRGC 2011 a 2015.....	73
Tabla 25. DUCSA (DUC) – IRGC 2011	75
Tabla 26. DUCSA (DUC) – IRGC 2015.....	75
Tabla 27. HIPICA RIOPLATENSE URUGUAY S.A. (HRU) – IRGC 2010 y 2011	80
Tabla 28. HIPICA RIOPLATENSE URUGUAY S.A. (HRU) – IRGC 2015.....	80
Tabla 29. RUNTUNA S.A. (RUN) – IRGC 2009 y 2014.....	85
Tabla 30. RUNTUNA S.A. (RUN) – IRGC 2015	85
Tabla 31. IRGC por año de emisión vs. 2015.....	87
Tabla 32. Temas relevantes para el análisis del papel del comité de auditoría.....	89
Tabla 33. Divulgación de existencia de un comité de auditoría	89
Tabla 34. Independencia del presidente del comité de auditoría.....	90

Tabla 35. Experiencia de los miembros del comité de auditoría.....	90
Tabla 36. Estructura del comité de auditoría	91
Tabla 37. Independencia del comité de auditoría	92
Tabla 38. Principales recomendaciones emitidas por el comité de auditoría	92
Tabla 39. Número de sesiones anuales del comité de auditoría	93
Tabla 40. Divulgación del Comité de Auditoría.....	93
Tabla 41. Cálculo de la variable DESVTASA	95
Tabla 42. Resultados de la correlación de Pearson	96
Figura 2. Diagrama de dispersión.....	98

2. Cuerpo del Trabajo

2.1. Introducción

Las prácticas de gobierno corporativo tales como compensación de los ejecutivos, divulgación de información, protección y trato equitativo de los accionistas, composición de la junta directiva, relación con las partes interesadas, entre otras, condicionan en buena medida el desempeño de las empresas.

Las debilidades en materia de Gobierno Corporativo han sido una de las causas de la inestabilidad en el funcionamiento de los mercados de capitales en nuestro país. La crisis financiera del año 2002 es atribuida en gran parte a los débiles controles internos en las instituciones bancarias y a la poca transparencia de la información brindada por los bancos y las empresas. Lo que está en juego es la reputación de la empresa, activo intangible valioso, por ello debe actuar de acuerdo a las normas establecidas, dentro de un marco de ética y realizar lo correcto de acuerdo a un conjunto de valores (familia, ley, costumbres, cultura y sociedad, educación, autointerés, experiencias y normas profesionales).

Innumerables son las barreras a las que se enfrentan las empresas en materia de gobierno corporativo, a saber: a) necesidad de contar con Directorios capaces de enfrentar el reto de dirigir y controlar un negocio; b) división de responsabilidades y tareas en la conducción del negocio, lo cual puede traer aparejado la percepción de limitar la actuación o pérdida de poder de los diferentes órganos de la organización, en lugar de ser visto para generar valor y asegurar transparencia y control de la organización; c) necesidad de regular, controlar o generar mecanismos de autorregulación que conduzcan a que el modelo se retroalimente exitosamente y con los niveles de seguridad adecuados y d) mejorar la transparencia y revelación de información financiera y no financiera.

Cabe precisar que el gobierno corporativo es una herramienta importante para garantizar la estabilidad de los mercados financieros, a tal punto que los principios emitidos por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) son considerados como una de las normas fundamentales a tener en cuenta a la hora de garantizar sistemas financieros sanos y transparencia en la entrega de información de las empresas al mercado de capitales (OCDE, 2005).

Fundeanu y Sandu (2014) destacan que la rendición de cuentas y la transparencia se han convertido en factores clave no sólo para los accionistas, sino también para los inversores, prestamistas, proveedores y otras partes involucradas. En tal sentido, afirman que el gobierno corporativo no es solo un elemento clave para maximizar el valor de la empresa (objetivo principal), sino que también refiere a la ética y la transparencia, la responsabilidad social empresarial (RSE), sobre todo teniendo en cuenta que el fenómeno de la globalización y la existencia de entidades supranacionales, someten a las instituciones a múltiples jurisdicciones o pueden elegir la jurisdicción que sea más favorable para sus intereses.

Adicionalmente, los Códigos Combinados de Gobierno Corporativos (Reino Unido, 2008; Informe Conthe, 2006) refieren a la existencia de un comité de auditoría, componente esencial de la gestión empresarial y órgano encargado de reportar su actividad al consejo de administración de las entidades. Dentro de las responsabilidades más relevantes se explicita que debe controlar el adecuado funcionamiento del sistema de gestión integral de riesgos, revisar y aprobar el plan anual del área de auditoría interna, aconsejar en la selección y remoción del responsable de auditoría interna, evaluar el cumplimiento de las normas de independencia de los auditores externos, realizar el seguimiento de las recomendaciones efectuadas por el área de auditoría interna y por los auditores externos, tomar conocimiento de los estados financieros anuales así como toda otra información contable relevante de conformidad con las políticas contables y remitir un informe de actuación al directorio.

En esa línea, Uruguay evidencia la adopción de un marco normativo y de control por parte del Banco Central del Uruguay (BCU) sobre aspectos vinculados con la información financiera, con la información complementaria de la memoria anual y con el informe sobre prácticas de gobierno corporativo en relación a la estructura de propiedad, la estructura de administración y control, a la auditoría externa y otra información de interés. Esta recopilación de normas sobre requerimientos de gobierno corporativo y de información de envío al mercado de valores comprende, la Circular Nro. 2.251 (2016) del BCU, la Ley Nro. 18.627 (2009) regulatoria del Mercado de Valores y el Decreto Reglamentario Nro. 322 (2011).

Esta investigación centra su interés en el estudio de la relación existente entre las prácticas de gobierno corporativo y el costo de capital proveniente de títulos de deuda durante el periodo diciembre de 2009 a diciembre de 2015. Cabe precisar que en Uruguay no existen estudios que relacionen el gobierno corporativo con el costo de capital proveniente de deuda, con lo cual este estudio pretende generar evidencia que permita llenar este vacío. Los estudios existentes centran su atención en el

efecto de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en la valoración de las empresas, especialmente del sector financiero.

La relevancia de esta investigación es garantizar a través del gobierno corporativo la estabilidad del mercado financiero uruguayo, lo cual proporcionaría la obtención de beneficios tales como, menor costo de capital, acceder a financiamiento externo y mejor rendimiento de capital accionario.

El objetivo del presente trabajo es analizar la relación entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el costo de capital proveniente de la emisión de deuda de empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM). Para ello se utilizará una muestra de empresas pertenecientes al sector privado del mercado de valores, sobre las cuales se extraerán conclusiones acerca de la divulgación de información relacionada a las prácticas de gobierno corporativo y la medida en que estas realmente determinan el costo de deuda.

La contribución de este trabajo será aportar evidencia sobre la propensión de las empresas a cumplir con los requerimientos de información de gobierno corporativo exigidas por el órgano regulador al momento de emitir una oferta pública en el Uruguay y su relación con el costo de deuda, en el entendido que este trabajo explora un campo de investigación que es incipiente a nivel local. Asimismo, identificar cuáles son las empresas con mejor y mayor divulgación de requerimientos de información, lo cual contribuiría a que los potenciales inversores de un título de crédito y analistas en general, tengan conocimiento veraz de los procesos de supervisión y control de la gestión de dichos emisores.

Adicionalmente, al analizar datos no explorados en nuestro contexto local será un desafío establecer el enfoque de tipo empírico que concluya en resultados fiables para futuros estudios comparativos y/o complementarios sobre asuntos vinculados al mercado de valores del Uruguay.

A continuación de esta introducción, el presente trabajo se organiza de la siguiente manera. En la Sección 2.2 se presenta una revisión bibliográfica de los principales trabajos de investigación que estudian los temas vinculados con el gobierno corporativo y el costo de la deuda, el mercado de valores en Uruguay, los aspectos de gobierno corporativo que requieren las normas a los emisores de valores de oferta pública y el desarrollo de hipótesis.

En la Sección 2.3 se fundamenta la metodología utilizada sobre el estudio de caso de empresas cotizantes en Uruguay, el análisis de contenido, el estudio estadístico y la selección de empresas incluidas en el estudio.

En la Sección 2.4 se presenta los hechos estilizados sobre los datos financieros de las empresas seleccionados y los resultados obtenidos de la aplicación del análisis de contenido para la determinación de los Índices de Requerimiento de Gobierno Corporativo (IRGC) para cada empresa / año de emisión. Este análisis se complementa con la vinculación del papel del comité de auditoría con el IRGC y el estudio estadístico del coeficiente de correlación de Pearson (r) a través del programa estadístico *Stata*.

Finalmente, en la Sección 2.5 se presenta las conclusiones y consideraciones finales del trabajo.

2.2. Revisión Bibliográfica

En esta sección se presenta la revisión bibliográfica, organizada en seis apartados relacionados con el gobierno corporativo y el costo de la deuda. En el apartado 2.2.1 se realiza una revisión de la literatura sobre el gobierno corporativo y la transparencia de los mercados. En el apartado 2.2.2 se recopilan estudios que vinculan la aplicación de prácticas de gobierno corporativo con el costo de la deuda. En el apartado 2.2.3 se presenta los tipos de deudas que emiten las empresas. En el apartado 2.2.4 se presenta el mercado de valores en Uruguay y las normas que lo regulan. En el apartado 2.2.5 se identifica la información de gobierno corporativo que requieren las normas a los emisores de valores de oferta pública. Por último, en el apartado 2.2.6 se realiza el desarrollo de hipótesis.

2.2.1. El gobierno corporativo y la transparencia de los mercados

El concepto de gobierno corporativo está relacionado con la manera en que se define la estructura de una organización, y la forma en que esta determina el establecimiento de los objetivos corporativos, los medios para alcanzarlos y la forma de realizar un seguimiento a su desempeño. Si bien inicialmente puede ser entendido como la delegación de la toma de decisiones llevada a cabo por los propietarios, es un concepto mucho más amplio que abarca la totalidad de los aspectos de una organización. Se relaciona con el sistema y los medios internos con que se dirigen, operan y controlan las corporaciones. De esta forma, el gobierno corporativo es el proceso a través del cual se busca maximizar el valor de las empresas, con iniciativas y estrategias de negocios que cumplan con sus obligaciones legales, contractuales y contables, y se establecen lineamientos en cuanto a la obligación de rendir cuentas a toda parte relacionada (Sauleda, 2007).

Mercados que acostumbraban presentar como una de sus principales cualidades el factor de la transparencia, han visto buena parte de su estructura fracturada debido a manejos fraudulentos por parte de la propia cúpula de las organizaciones, lo que ha hecho imperioso analizar sus causas y establecer mecanismos para evitarlos.

Cabe citar, casos como los ocurridos en la empresa Parmalat, involucrada en un escándalo contable por varios millones de euros; el caso de fraude contable, financiero e impositivo de *Enron Corp* y *World Com*, y más recientemente el caso en *Boeing Co* afectada por una serie de problemas éticos y potencialmente ilegales;

para dejar en evidencia la falta de seguridad y transparencia de la información que es brindada a las partes involucradas con la entidad. Esto ha llevado a la pérdida de confianza por parte de los inversores, quienes comienzan a exigir cada vez más a las empresas transparencia y exactitud en la información que se les brinda, privilegiando invertir en aquellas que les ofrecen mayores garantías y seguridad. Se ha multiplicado el interés por establecer parámetros de comportamiento corporativo con el fin de evitar situaciones fraudulentas que pueden llevar incluso a la desaparición de las compañías. Si bien la mayor parte de la normativa surgida a raíz de estos hechos está orientada a las empresas integrantes de los principales mercados de valores mundiales, la situación actual hace que las normas y requerimientos de los mismos alcancen a empresas que operan en nuestro medio, por ser filiales de grandes empresas multinacionales que se rigen y emiten su información contable de acuerdo a estándares y procedimientos dictados por las respectivas casas matrices.

En tal sentido, se observa que la aplicación de prácticas de gobierno corporativo es un elemento clave para mejorar la eficiencia de las economías, ayudar a las compañías a atraer inversiones más estables, crecer, formar alianzas comerciales estratégicas y competir exitosamente en el mercado de capitales global. Las comunidades legales, económicas, políticas y sociales justifican afrontar conjuntamente los actuales desafíos en materia de gobierno corporativo, debido a que se ha convertido en una preocupación para la política pública de los países (Saulea, 2007).

El concepto de gobierno corporativo aborda múltiples definiciones, desde su asociación con la defensa de los intereses de los accionistas y el tratamiento de los problemas de agencia (Tirole, 2001), pasando por la generación de mecanismos de gobierno que proporcione garantías mínimas de una correcta conducta del consejo de administración a todos los grupos de interés (Williamson, 1984), hasta concepciones más complejas que abarcan no solo las partes interesadas y los consejos de administración, sino también los procesos de gestión y dirección de las organizaciones (Hambrick, Werder y Zajac, 2008).

Por su parte, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE, 2005) reconoce que el gobierno corporativo solo es una parte del amplio contexto económico en el que las empresas desarrollan su actividad y en el que intervienen las políticas macroeconómicas y el grado de competencia dentro de los mercados. La existencia de múltiples actores (dirección, consejo de administración, accionistas y otras partes interesadas) en procura de sus intereses, generalmente coaccionan las decisiones empresariales, lo que lleva a instaurar estructuras de

gobierno corporativo que contemple todas estas relaciones en pos del cumplimiento de los objetivos institucionales.

Los principios de gobierno corporativo según OCDE (2005) son:

- a) Asegurar y promover la transparencia y eficiencia de los mercados, de forma de articular la división de responsabilidades entre las diferentes autoridades de supervisión, reguladores y de aplicación.
- b) Proteger y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas y principales funciones de la propiedad.
- c) Asegurar un tratamiento equitativo a todos los accionistas, de forma de obtener una efectiva compensación por cualquier violación a sus derechos.
- d) Reconocer los derechos de las partes interesadas establecidos por ley o a través de acuerdos mutuos, fomentar la cooperación con vistas a la creación de riqueza y empleo, y facilitar la sustentabilidad financiera de las empresas.
- e) Proporcionar información oportuna, precisa y transparente respecto a la conducción y el desempeño de la empresa, siguiendo los estándares contables más exigentes.
- f) Asegurar las directrices estratégicas de la empresa, el monitoreo efectivo de la gerencia por parte del Directorio y la responsabilidad del Directorio hacia la entidad y los accionistas.

En concordancia con lo establecido por OCDE, el Banco Central del Uruguay (BCU) a través de la Circular Nro. 1.987 (2008), incorpora los temas sobre Gobierno Corporativo, Sistema de Gestión Integral de Riesgos e Informes y Registros. En tal sentido, se define el gobierno corporativo como la forma mediante la cual las instituciones, en particular las de intermediación financiera, se organizan para llevar a cabo la administración y el control de su gestión. Está constituido por las estructuras de dirección de la institución (el Directorio o autoridad jerárquica equivalente), las de gestión (la Alta Gerencia, incluido el Oficial de Cumplimiento) y las de control (Comité de Auditoría, Auditoría Interna y Auditoría Externa, entre otros), así como por el conjunto de prácticas adoptadas para llevar adelante la dirección, monitoreo y control diario del negocio, en el marco de las leyes y regulaciones aplicables. Las citadas prácticas deberán permitir establecer los objetivos institucionales, determinar los medios para alcanzarlos y supervisar su cumplimiento, asegurando en todos los casos una actuación de acuerdo con el

mejor interés de la entidad, sus accionistas y acreedores y respetando los derechos de los consumidores y de los demás grupos de interés (BCU, 2008).

Respecto del manejo de información privilegiada y de gestión en Latinoamérica, Cruces y Kawamura (2007) encuentran que determinados grupos de interés dentro de la empresa son los que controlan la misma y por ende utilizan esta ventaja informativa en la negociación de valores con inversores externos. Sus hallazgos muestran que Colombia y Venezuela incrementan el interés por invertir en empresas donde es prioritario mejorar la calidad y el acceso a la información.

Cueto (2013) analiza las relaciones entre las estructuras de propiedad altamente concentradas, los mecanismos de gobierno corporativo y valor de la empresa. El autor centra su atención en cinco mercados latinoamericanos (Brasil, Chile, Colombia, Perú y Venezuela) en un contexto de débil protección de los accionistas. Encuentra que la alta concentración de la propiedad y la discrepancia entre los derechos de voto y los derechos de flujo de efectivo, se traducen en un conflicto de intereses entre los accionistas dominantes y los minoritarios.

En relación a las implicancias del gobierno corporativo en las economías emergentes, Garnica (2009) expone sobre el comportamiento de los mercados latinoamericanos, los cuales deben priorizar un buen gobierno corporativo para propiciar el crecimiento de sus empresas y evitar las crisis societarias. En tal sentido, concluye que es imperativo establecer condiciones atractivas y seguras para las inversiones como fuente generadora de riqueza, así como también coartar los conflictos entre administradores y accionistas, mantener un marco corporativo suficiente para preservar la seguridad de las transacciones accionarias y, en consecuencia, generar mercados bursátiles sanos y transparentes.

En Colombia, el tema de gobierno corporativo no solo afecta a las empresas listadas en la Bolsa de Valores, también se destaca la convocatoria a las empresas de propiedad cerrada y de carácter familiar, dado que este tipo de empresas representan la mayor parte de la base empresarial (Guzmán y Trujillo, 2012). Estos autores consideran que las prácticas de gobierno corporativo se están consolidando en América Latina, aunque prevalecen altos niveles de concentración de la propiedad y dificultades para el acceso a los mercados de capitales, lo que se asocia a bajos niveles de protección a los inversores y débiles mecanismos para ejercer control sobre la información privilegiada y la gestión.

La Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio (Confecámaras) convocó un comité integrado por los principales actores del mercado como las Cámaras de Comercio de Bogotá y Cartagena, KPMG, la Bolsa de Valores de Colombia y la Asociación Nacional de Fondos de Pensiones, para crear el “Código Marco de Prácticas Corporativas Colombianas” (2003). El mismo constituye un manual de autorregulación que establece pautas de conducta para administradores y empleados, de manera que las actuaciones de estos se enmarquen bajo principios de transparencia, imparcialidad, cuidado y diligencia. Pretende ser una guía para que el sector empresarial, de manera autónoma, gradual y particular adopte mejores prácticas corporativas.

Chile fue el primer país de la región en realizar reformas importantes al marco legal y reglamentario de gobierno corporativo. En 2002 se dicta la nueva Ley de Ofertas Públicas y Gobierno Corporativo. Posteriormente, la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) respaldando las modificaciones a la Ley emite diversos reglamentos complementarios. Autores como Lefort y Walker (2007) destacan que la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en las empresas chilenas es comparable con las de empresas de economías desarrolladas, esto se debe a las reformas legales implementadas y los avances hacia el logro de adecuados niveles de transparencia y divulgación de información.

Por su parte, Leal y Carvalhalda-Silva (2007) presentan hallazgos sobre mejoras en Brasil respecto de la divulgación de información en relación a otras prácticas de gobierno corporativo, como la composición de la junta directiva, ética, conflictos de intereses y derechos de los accionistas.

En Bolivia, la Autoridad de Fiscalización de Empresas (AEMP) aprueba lineamientos que cubren diversos aspectos de gobierno corporativo para las compañías públicas capitalizadas que resultaron del proceso de privatización. Uno de los requerimientos que incluye al respecto es el de una súper mayoría de votos de accionistas para la venta de los activos o la ejecución de grandes inversiones. También se establecen reglamentaciones específicas para los bancos e instituciones financieras que incluyen: la creación de comités de auditoría, la participación de los directores en los comités de crédito, la reglamentación de las actividades de los supervisores internos y la rotación de los auditores externos. Este regulador entiende que un buen gobierno corporativo es imprescindible para la integridad de las empresas, instituciones financieras y mercado, además de ser clave para el fortalecimiento de las economías y su estabilidad (AEMP, 2016).

En Perú, la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) publica el “Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas”, resultado del esfuerzo conjunto de instituciones públicas y privadas (SMV, 2013).

Por lo expuesto, se evidencia que el gobierno corporativo en Latinoamérica no solo es importante para las compañías que cotizan en bolsa, sino también para el resto de las empresas cuyo crecimiento depende, en gran medida, del autofinanciamiento, fuentes de capital privado y el sistema financiero local. Estas empresas, a menudo familiares, deberán adoptar prácticas sólidas de contabilidad y auditoría y llevar a cabo una adecuada planificación estratégica y administración si quieren continuar siendo competitivas.

En otro orden, Aguilera y Crespi-Cladera (2016) sostienen que las estructuras de propiedad concentrada y familiar en las economías emergentes y la evolución de esas estructuras, pueden informar cuestiones del gobierno corporativo en relación con el desarrollo económico y el papel que juegan las instituciones. El diseño de los mecanismos de gobierno corporativo se centra en gran medida en mitigar el conflicto de agencia, por lo tanto, es imperativo el mejoramiento de dicho diseño mediante el examen de la influencia de la estructura de propiedad de las empresas. Concluyen que los propietarios de capital privado, las empresas familiares, el Estado, los grandes propietarios de las empresas estratégicas, grupos empresariales y los inversores institucionales en el contexto internacional, se pueden comparar con las prácticas de gobierno corporativo recomendadas con estructuras de propiedad dispersa que coexisten en cualquier economía.

Por su parte, Acero y Alcalde (2012) constatan que para un panel de 171 empresas españolas emisoras de valores no existe efecto de la estructura de gobierno corporativo y la divulgación de información (rendición de cuentas) sobre la performance empresarial. Manifiestan que no existen estructuras de consejo que sean óptimas para todas las compañías, de modo que cada organización definirá el tamaño y la composición del consejo en función de una serie de factores internos y externos a la misma, sin existir por ello ningún efecto sobre su performance. Por tanto, no es óptimo imponer estructuras de consejo comunes para todas las organizaciones. Por otro lado, existe otro conjunto de pequeñas y medianas empresas cuyo análisis también podría resultar de interés y examinar no tanto el efecto de la estructura de gobierno corporativo sobre el valor de la compañía, sino la influencia que ejerce la rendición de cuentas sobre los resultados de empresa y otros aspectos relativos al gobierno corporativo como por ejemplo la presencia de mujeres en los órganos de gobierno o el sistema de retribuciones de los consejeros

y altos directivos, con el objetivo de analizar su efecto en la performance de las compañías.

Fundeanu y Sandu (2014) analizan las perspectivas de gestión, diversificación y prácticas de gobierno corporativo en un intento de proporcionar una perspectiva objetiva y destacando los puntos débiles que requieren intervención. El trabajo destaca que la rendición de cuentas y la transparencia se han convertido en factores clave no sólo para los accionistas, sino también para los inversores, prestamistas, proveedores y otras partes involucradas. En tal sentido, concluyen que el gobierno corporativo no es sólo para maximizar el valor de la empresa (objetivo principal), sino que también se refiere a la ética y la transparencia, la responsabilidad social empresarial (RSE), sobre todo teniendo en cuenta que el fenómeno de la globalización y la existencia de entidades supranacionales, someten a las instituciones a múltiples jurisdicciones o pueden elegir la jurisdicción que sea más favorable para sus intereses.

La literatura existente muestra que determinados grupos de interés dentro de la empresa son los que controlan la misma y por ende utilizan esta ventaja informativa en la negociación de valores con inversores externos (Cruces y Kawamura, 2007; Cueto, 2013; Guzmán y Trujillo, 2012), y que no existe efecto de la estructura de gobierno corporativo y la divulgación de información sobre la performance empresarial (Acero y Alcalde, 2012). Otros estudios encuentran que buenas prácticas de gobierno corporativo atraen inversiones como fuente generadora de riqueza, reducen los conflictos entre administradores y accionistas, mantienen un marco corporativo suficiente para preservar la seguridad de las transacciones accionarias, y en consecuencia, generan mercados bursátiles sanos y transparentes (Fundeanu y Sandu, 2014; Garnica, 2009; Lefort y Walker, 2007; Leal y Carvalhalda-Silva, 2007).

2.2.2. Vínculos de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo con el costo de la deuda

Las prácticas de gobierno corporativo han sido estudiadas en el marco de su impacto en el costo de deuda.

En tal sentido, Anderson, Mansi y Reeb (2003) utilizan una muestra de 252 empresas industriales de la base de datos del Índice de *Lehman Brothers Bond - S & P 500* y encuentran evidencia que indica que las estructuras de propiedad bajo

control familiar reducen los problemas de agencia entre accionistas y tenedores de deuda, dado que estos últimos ven la estructura de control familiar como un mecanismo que protege sus intereses. Los autores encuentran que el costo de la deuda para las empresas familiares es más bajo que en las no familiares y que el valor de las ganancias es más elevado en las empresas familiares cuando poseen menos del 12% de las acciones de la empresa. Por encima del 12% aumentan los costos de deuda, pero siguen siendo inferiores que las empresas no familiares.

En otro de sus trabajos, Anderson, Mansi y Reeb (2004) encuentran que el costo de la deuda está inversamente relacionado con la independencia y el tamaño del consejo directivo. También evidencian que los comités de auditoría están asociados con un costo significativamente menor de la deuda, validando la importancia de las juntas y comités de auditoría como elementos que afectan a la fiabilidad de los informes financieros.

Respecto a la medida en que la gobernabilidad es determinante de las calificaciones de crédito, autores como Ashbaugh-Skaife, Collins y La Fond (2006) muestran que existe una relación positiva entre las calificaciones crediticias y la independencia del consejo de administración y el grado de transparencia financiera. Afirman que la información financiera transparente es fundamental para reducir la asimetría de información entre los proveedores de capital y facilita el seguimiento de las acciones gerenciales.

Por su parte, Azua, Pizarro y Silva (2010) encuentran vínculos de la deuda en bonos y la concentración de la propiedad, sobre la transparencia de la información en el mercado de capitales chileno. Si bien la literatura sugiere que un aumento de la deuda en bonos debería provocar un aumento en la transparencia de la información, los resultados de este estudio revelan lo contrario, comportamiento que podría estar explicado por la baja presencia de empresas emisoras de bonos en la muestra. Asimismo, se revela que cuando la concentración de la propiedad no supera el 20%, la transparencia de la información mejora. Por el contrario, cuando la concentración de la propiedad aumenta por sobre el 60%, la transparencia de la información disminuye. Consideran que los administradores de las empresas chilenas se ven incentivados a entregar información al mercado de capitales, cuando el patrimonio de sus empresas está dividido entre numerosos accionistas. Por el contrario, una alta concentración de la propiedad desincentiva a los administradores a entregar información, dado que no existiría interés por atraer a nuevos inversores.

En otro orden, Ertugrul y Hegde (2008) confirman que la compensación basada en acciones a los directores externos es eficaz para alinear sus intereses con los accionistas. Asimismo, sus resultados muestran como los niveles de aplicación de prácticas de gobierno corporativo afecta la calificación crediticia, que a su vez es un importante determinante del costo de la deuda.

González, Guzmán, Pombo y Trujillo (2013) examinan el efecto de la gestión de la familia, la propiedad y el control sobre la estructura de capital de 523 empresas de Colombia. Dicho estudio revela que los niveles de deuda tienden a ser más bajos para las jóvenes empresas cuando el fundador o sus herederos actúan como director, mientras que para las empresas maduras esa tendencia aumenta. Cuando las familias están presentes en el consejo de administración (pero no están en la gestión), los niveles de deuda tienden a ser más bajos, lo que sugiere que los directores son más aversos al riesgo. Los resultados corroboran la existencia de dos motivaciones que determinan la estructura de capital de las empresas familiares: la aversión al riesgo está relacionada con bajos niveles de deuda, pero la necesidad de financiar el crecimiento sin perder el control hace que las empresas familiares prefieran aumentar el nivel de deuda.

Respecto de las relaciones entre la gestión corporativa y la crisis financiera del 2008 en el mercado de capital español, los autores Grau y Lassala (2015) investigan qué factores ligados al gobierno corporativo podrían justificar las pérdidas acaecidas. Sus resultados confirman que: a) cuando un mismo sujeto asume dirección ejecutiva y presidencia de la junta, en contra de todo pronóstico, ha tenido efectos beneficiosos sobre la gestión corporativa, permitiendo que esas pérdidas se vayan diluyendo a lo largo del tiempo; b) los elevados niveles de apalancamiento han provocado que los efectos beneficiosos de la deuda hayan desaparecido y estén justificando los rendimientos negativos, y c) la capacidad de control de juntas con numerosos miembros confirma que la gestión corporativa no ha sido eficiente, ya que la trayectoria de los rendimientos de las empresas se ha visto perjudicada.

Dobre, Turlea, C y Turlea, E. (2015) proporcionan evidencia de variables de gobierno corporativo que influyen positivamente en la calidad de la auditoría de la entidad. La investigación se llevó a cabo en las entidades listadas en la Bolsa de Bucarest y considera las variables de gobierno corporativo, tales como: la dualidad CEO / presidente, el sistema de gestión, la existencia del comité de auditoría y el número de consejeros ejecutivos de la junta. Encuentran que si el número de consejeros ejecutivos aumenta existe una probabilidad alta de que la compañía seleccione un auditor financiero de alta calidad. Respecto de las otras variables, no evidencian significación estadística alguna.

Razvan y Timea (2014) examinan el papel del comité de auditoría en el gobierno corporativo, para una muestra de 21 empresas listadas en la Bolsa de Bucarest y de Londres. Encuentran que no todas las empresas que cotizan en la bolsa rumanas tienen un comité de auditoría independiente, con responsabilidades claramente definidas; no publican información relacionada con la experiencia del comité de auditoría; el 25% de las empresas no publican la estructura del comité de auditoría; el 50% no publican información sobre el papel del comité de auditoría y; el 75% proporciona suficiente información sobre la experiencia de los miembros del comité. Concluyen que las empresas que cotizan en Bucarest no son conscientes del importante papel del comité de auditoría en la gestión empresarial, especialmente para una compañía que cotiza en bolsa. Las empresas que cotizan en Londres son conscientes de este problema.

Respecto del análisis de la influencia del gobierno corporativo en el desempeño de la empresa, Cabeza y Gómez (2007) encuentran que las variables que pueden influir son el número de comisiones dependientes del consejo de administración, la independencia del consejo, el nivel de transparencia o el tamaño de empresa, dado que son variables con potencial poder explicativo del valor de mercado y la rentabilidad.

Por su parte, Shafie, Kamilah, y Khaw (2016) estudian la incidencia de dos indicadores de gobierno corporativo (tamaño e independencia del consejo de administración) en el desempeño de la empresa, medido por el retorno de los activos (ROA) y el retorno sobre el capital (ROE) en 100 sociedades cotizadas en Malasia. El resultado mostró que el tamaño del consejo tiene significativamente débil relación negativa con el ROA e insignificante para el ROE. El otro hallazgo indicó que no había relación entre la independencia del consejo con los resultados de la empresa.

Lagos y Vecino (2014) estudian la relación entre la aplicación de prácticas de gobierno corporativo, y el costo de capital proveniente de deuda en empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Encuentran que no existe evidencia fuerte de que el nivel de aplicación de prácticas de gobierno corporativo se relacione con el costo de la deuda en los emisores financieros. En el caso de los emisores no financieros, evidencian que existe una relación inversa entre el costo de la deuda y la aplicación de prácticas de gobierno corporativo; sin embargo, dado el nivel de confianza, no existe evidencia concluyente para aceptar la hipótesis planteada. Esto indica que además de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo, existen otras variables que explican en mayor medida el comportamiento del costo de la deuda. La escasa significatividad estadística en estas relaciones puede deberse a la estructura propia del mercado de renta privada

en Colombia, que al estar poco desarrollado puede presentar fallas estructurales relacionadas con liquidez, valoración y diferenciación crediticia.

La literatura existente muestra que un aumento en la concentración provoca una disminución de la transparencia de la información (Azua *et al.*, 2010), que existe una relación positiva entre la calificación crediticia y la independencia del consejo de administración y el grado de transparencia financiera (Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2006; Dobre *et al.*, 2015; Ertugrul y Hegde, 2008), que la calidad del comité de auditoría juega un rol importante en la gestión de las empresas cotizantes (Razvan y Timea, 2014) y que cuando las familias están presentes en el consejo de administración los niveles de deuda tienden a ser más bajos, indicando que sus directores son más aversos al riesgo (González *et al.*, 2013). Otros estudios encuentran que el número de comisiones formalizadas, el tamaño y la independencia del consejo de administración, el nivel de transparencia o el tamaño de la empresa tienen relativa significatividad estadística en el desempeño de la empresa (Cabeza y Gómez, 2007), que el tamaño del consejo de administración tiene débil relación negativa con el ROA e insignificantes para el ROE (Shafie *et al.*, 2016). Finalmente, otros estudios muestran que el costo de la deuda para las empresas familiares es más alto que en las no familiares ((Anderson *et al.*, 2003, 2004) y que existe una relación inversa entre el gobierno corporativo y el costo de capital proveniente de deuda en empresas listadas (Lagos y Vecino, 2014).

2.2.3. Tipos de deudas que emiten las empresas

En el presente apartado se discuten los tipos de deuda que emiten las empresas y sus principales características.

Vivante (1924) sintetiza los caracteres esenciales de un título de crédito, como el documento necesario para ejercer el derecho literal y autónomo que en él se menciona.

El derecho sobre un título de crédito es autónomo, porque el poseedor de buena fe ejercita un derecho propio, que no puede ser limitado o destruido por las relaciones existentes entre los precedentes poseedores y el deudor. El título es el documento necesario para ejercitar el derecho, porque desde y cuando el título existe, el acreedor debe exhibirlo para ejercitar todo derecho que él lleva consigo, sea principal o accesorio y no se puede hacer ningún cambio en el valor del título sin anotarlo sobre él. “Lo esencial de la concepción clásica fue la unidad conformada

por el derecho de crédito y el documento que lo contenía. El especial nexo que existe entre la cosa corporal (el título) y la cosa incorporal (derecho)". Adicionalmente se considera el aspecto temporal de los títulos en dos grandes bloques, el de corto plazo, siendo el activo más característico el pagaré de empresa y el de mediano y largo plazo, en donde se ubican los bonos y obligaciones negociables. (Clerc, 2004).

Respecto al pagaré de empresa, este surge por necesidad de contar con un título de valor nominal flexible y de mayor capacidad para captar recursos financieros. Son títulos de crédito que contienen la obligación o promesa de pago, en un lugar y fecha determinada, la suma de dinero que aparece en el pagaré financiero, a la persona cuyo nombre esté consignado en dicho pagaré. En relación a los bonos, son títulos valores emitidos en serie y al portador, creados por voluntad del emisor y contienen la obligación de pagar una suma de dinero en un plazo y a una tasa de interés determinada (Clerc, 2004).

Las obligaciones negociables son valores mobiliarios emitidos en masa por una persona jurídica representativa de un empréstito. Dicho valor mobiliario resulta ser un derecho económico que circula con leyes propias documentado en un título al cual se considera incorporado, denominado entonces "título valor", o mediante un registro llevado por cuentas como en el caso del valor mobiliario escritural. Estos instrumentos financieros son de gran utilidad para las empresas ya que les permite captar fondos para aplicar a capital de trabajo, financiar proyectos de inversión y/o reestructurar pasivos, en especial, las obligaciones en moneda extranjera (Clerc, 2004).

En la misma línea, Rodríguez y López (2005) expresan que las obligaciones son valores por los cuales, quien suscribe, se obliga a pagar una suma de dinero a una determinada fecha, en condiciones establecidas. La emisión de obligaciones es un mecanismo utilizado por una sociedad, cuando necesita recursos dinerarios de importancia. La peculiaridad de este negocio es que se trata de un préstamo colectivo, donde el emisor, necesitado de dinero, ofrece al público las obligaciones que ha de emitir hasta una cifra que indica y los interesados han de prestar sumas fraccionadas del préstamo global y, a cambio de su préstamo, han de recibir uno o más títulos representativos de la cantidad prestada. Los títulos se emiten en serie y por importes iguales. Cada título es representativo de una fracción del préstamo colectivo acordado.

Las obligaciones negociables constituyen un endeudamiento del emisor, existiendo una variante, que es la conversión de estos títulos en acciones, es decir, modifica su pasivo exigible en capital (Rodríguez y López, 2005).

Respecto de las semejanzas y diferencias entre obligaciones negociables y acciones, Rodríguez y López (2005) encuentran:

- Semejanzas:
 - Son títulos valores seriados.
 - Su forma de emisión puede ser al portador, nominativo (endosable o no) o escritural.
 - Prohibición a la sociedad de recibir sus propios valores en garantía.

- Diferencias:
 - Naturaleza de los derechos que confieren.
La acción confiere calidad de socio. Por lo tanto, las acciones confieren los siguientes derechos: a participar y votar en las asambleas de accionistas; a participar en las ganancias sociales y en el remanente de la liquidación, en el caso de disolución de la sociedad; a fiscalizar la gestión de los negocios sociales; a tener preferencia en la suscripción de acciones.
Las obligaciones negociables sólo confieren los derechos de crédito que resulten de su tenor literal y del acto de su creación (art. 434 Ley 16.060). Confiere calidad de acreedor, aunque se trata de un acreedor con determinadas facultades que exceden las normales. En efecto, se requiere el consentimiento previo de la asamblea de obligacionistas para la adopción de determinadas resoluciones sociales.
La acción da derecho a administrar y a controlar. La obligación sólo tiene ciertos derechos de información.
 - Participación en el capital social. La acción se emite a cambio de un aporte al capital. La obligación tiene como base un préstamo que grava el patrimonio social.
 - Oportunidad para hacer efectivo el derecho económico que confieren. La acción da derecho a dividendo, cuando se hayan generado utilidades en un ejercicio. El obligacionista tiene derecho a un interés que se le ha de pagar aun cuando no haya utilidades.

2.2.4. El mercado de valores en Uruguay y las normas que lo regulan

En el presente capítulo se exponen los tipos de valores que emiten las empresas uruguayas, el marco regulatorio aplicable y las principales características del mercado de valores.

Respecto de los títulos de deuda o de renta fija que se encuentran en el mercado local están los títulos emitidos por el Estado uruguayo así como también las obligaciones negociables o bonos corporativos que son los títulos de deuda emitidos por las empresas públicas o privadas y los certificados de depósito que son los valores emitidos por los bancos (BCU, 2016). A continuación, un sucinto detalle de los diversos títulos de deuda que se negocian y sus principales características:

- a) Bonos del Tesoro: Son títulos de deuda a largo plazo, emitidos por el Estado para su financiamiento. Generalmente pagan interés en forma periódica (comúnmente tienen pagos semestrales) y la tasa de interés es fija o ajustable de acuerdo parámetros predeterminados. Las emisiones actualmente en circulación fueron emitidas en diferentes monedas, las hay en pesos, unidades indexadas, dólares, euros, yenes, pesos chilenos. Se negocian en bolsa y son los instrumentos de mayor liquidez del mercado local.
- b) Notas del Tesoro: Son títulos de deuda de mediano plazo emitidos por el Estado. La tasa de interés pactada se paga a descuento, esto implica que al momento de realizarse la inversión se entrega el importe nominal deducido el monto de intereses de acuerdo a la tasa y plazo. Al vencimiento, el inversor recibe el 100% del valor pactado (valor nominal). Se negocian en bolsa. Tienen características similares a las Letras de Tesorería, pero mayor plazo al vencimiento.
- c) Letras de Tesorería: Son títulos de deuda emitidos por el Estado de corto plazo que amortizan a vencimiento y la tasa de interés se calcula a descuento, esto implica que al momento de realizarse la inversión se entrega el importe nominal deducido el monto de intereses de acuerdo a la tasa y plazo al vencimiento. Al vencimiento el inversor recibe el 100% del valor pactado (valor nominal). Pueden operar en bolsa aunque en los hechos sólo algunas emisiones tienen mercado secundario.

d) Notas y Letras de Regulación Monetaria: Son títulos emitidos por el BCU con el objetivo de regular la liquidez estructural del sistema. La tasa de interés se calcula a descuento.

e) Obligaciones Negociables: Son títulos de deuda similares a los bonos del tesoro del Estado, pero emitidos por empresas del sector privado. Tienen vencimiento preestablecido y una tasa de interés fija o reajutable, pero pactada previamente. No hay una participación en la propiedad de la empresa y, por lo tanto, no hay derecho a dividendos (participación en la ganancia de la empresa), ni a votar en las asambleas sociales. La empresa emisora se compromete a reintegrar el capital y pagar los intereses correspondientes en los plazos establecidos. Puede haber amortizaciones parciales, y también puede pactarse pago de intereses periódicos (por ejemplo: anuales o semestrales o todos al vencimiento).

Hay Obligaciones Negociables con derechos especiales, como es el caso de las obligaciones convertibles en acciones. En estos casos el tenedor de la obligación negociable recibe como pago acciones y de esta forma se transforma en accionista y por ende, propietario de una parte de la empresa.

Las Obligaciones Negociables pueden a su vez contar con el respaldo adicional de garantías especiales como ser: hipotecas, prendas, garantías solidarias, que se utilizarán para pagar a los inversores en caso de que la empresa no lo pudiera hacer en tiempo.

Las Obligaciones Negociables a que refiere nuestra normativa son también conocidas internacionalmente como “bonos corporativos”, en tanto tienen una estructura similar a los bonos del gobierno pero son emitidas por entidades que operan en el sector privado (corporaciones).

f) Títulos de deuda emitidos por fideicomisos: Los fideicomisos son patrimonios independientes administrados por una empresa especializada, “el fiduciario”, autorizada por el BCU. Ese patrimonio contiene bienes y derechos transferidos al fideicomiso por otra entidad (fideicomitente) para separar sus riesgos de los demás riesgos de la entidad fideicomitente. El fiduciario emite títulos que son comprados por los inversores y recibe un capital que se administra a efectos de llevar adelante un proyecto, junto con los bienes aportados por el fideicomitente, de acuerdo a un contrato llamado “contrato de fideicomiso”. Este contrato es público y los inversores lo conocen antes de invertir ya que está registrado, al igual que el fideicomiso y el fiduciario en los Registros que lleva el BCU. Los resultados de la administración de ese patrimonio son los que permitirán compensar a los inversores por su inversión.

Algunos fideicomisos emiten títulos de renta fija. Estos títulos tienen las mismas características ya descritas para las Obligaciones Negociables. La diferencia con estas últimas es que las Obligaciones Negociables tienen el respaldo de una empresa mientras que los títulos de deuda emitidos bajo la

figura del fideicomiso tienen como respaldo el patrimonio independiente que se ha definido en el contrato de fideicomiso.

En ocasiones los fideicomisos emiten títulos de renta variable, llamados certificados de participación que se describen en la sección correspondiente a instrumentos de renta variable.

- g) **Certificados de Depósito:** Son instrumentos de renta fija emitidos por los bancos. No tienen pagos parciales, cancelando capital e interés exclusivamente al vencimiento. En Uruguay, los compradores más frecuentes de estos instrumentos son los propios bancos y las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP), y en general no tienen mercado secundario.

En relación al mercado de valores local, los procesos de colocación, negociación y custodia de valores públicos y privados, recaen en dos instituciones, la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) y la Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA).

La **BVM** tiene su origen en el siglo XIX, cuando se creó la “Sociedad Bolsa Montevideana” en 1867. Su principal objetivo era dotar al comercio de la plaza de un punto de reunión a una hora fija, para tratar los negocios de la época. Simultáneamente, se crearon dos cuerpos empresariales: la Cámara Sindical, que representaba los intereses del comercio, y la Comisión Interna de Corredores, que regulaba la actividad de los mismos. En 1921 la Comisión de Corredores pasó a constituirse como asociación civil sin fines de lucro, la cual funcionó como ámbito de transacciones bursátiles así como gremio de los corredores. En 1952 esta comisión pasó a llamarse «Bolsa de Valores». En 1997 la Bolsa de Valores se separó de la Bolsa de Comercio y en 2004 adoptó la denominación actual de «Bolsa de Valores de Montevideo». La BVM es una institución cuya principal función es brindar la plataforma necesaria para la realización de los procesos de colocación, negociación y custodia de valores públicos y privados. El proceso de colocación comprende el ingreso de nuevos valores al mercado, es decir, la emisión primaria de valores. La negociación implica la compra-venta de valores preexistentes en el mercado secundario. La custodia de valores es un servicio que le brinda respaldo y seguridad a los inversores en materia de administración y comercialización de sus valores, reduciendo los riesgos de pérdida, robo o falsificación. Anualmente, los operadores vinculados a la BVM realizan transacciones por casi 3.000 millones de dólares. La BVM custodia más de 2.000 millones de dólares de valores de sus miembros (BVM, 2012).

En el texto reglamentario de emisores y valores (BVM, 2008), aprobado por el BCU en enero de 2009, se instituye que tiene por objeto establecer los requisitos,

términos y condiciones a los cuales deberán ajustarse las entidades para inscribirse en el Registro de Emisores y Valores (REV), y cotizar sus valores en la BVM.

Por su parte, establece la información general que la entidad deberá presentar respecto de los datos identificatorios, societarios y complementarios, así como la información económica, financiera y de gestión que los emisores deberán elaborar y presentar a la REV con periodicidad anual, semestral y trimestral.

Respecto de los estados y normas contables, los emisores deberán formular y presentar el estado de situación patrimonial, el estado de resultados, el estado de origen y aplicación de fondos y el estado de evolución del patrimonio, con sus notas explicativas.

En relación a la obligatoriedad y actualización de la calificación de riesgo, establece que para valores de oferta pública, excepto los Fondos de Inversión abiertos, será obligatorio contar con al menos una calificación de riesgo expedida por entidad inscripta en el Registro del Mercado de Valores en el BCU. La calificación de riesgo deberá ser actualizada al menos anualmente, durante todo el plazo de vigencia de la emisión.

Respecto del tratamiento de la información eventual requerida a las entidades inscriptas en el REV, con excepción de las sociedades administradoras de fondos de inversión, deberán informar de inmediato a la BVM todo hecho o información esencial respecto de sí mismo, de los valores ofrecidos o cotizados y de sus negocios, al momento que éste ocurra o llegue a su conocimiento, así como cualquier hecho relevante ocurrido en sus negocios o decisión de los órganos de administración y control que pudieran influir significativamente en:

- a) La cotización de los valores.
- b) La decisión de los inversores de negociar dichos valores.
- c) La determinación de los inversores de ejercer cualquiera de los derechos inherentes a su condición de titular de dichos valores.

En relación a la solicitud de inscripción de obligaciones negociables, establece que deberá ser realizada por la entidad, a través de su o sus representantes,

debidamente acreditados, de acuerdo al modelo de solicitud que proporcione la BVM y modelo del prospecto de emisión según instrucciones que imparta el BCU.

Con el objeto de proteger los intereses de los inversionistas, solamente podrán ser transadas en el mercado secundario, aquellas obligaciones negociables que se encuentren totalmente integradas.

Por su parte, **BEVSA** fue constituida el 15 de enero de 1993 por 26 instituciones financieras públicas y privadas de plaza para lograr un mercado de capitales (cambios, dinero y valores) transparente, profesional y con igualdad de oportunidades para todos los actores, acorde con la tradición histórica del sector financiero del país, que sea la base para el desarrollo de una nueva opción de financiamiento para el sector productivo canalizando eficientemente el ahorro interno. La misión de BEVSA es proveer a los agentes financieros del Uruguay, un ámbito electrónico de transacción y liquidación transparente, anónima y confiable para todo tipo de instrumento financiero.

En BEVSA se realizan transacciones con los instrumentos de los Mercados de Cambios, Dinero y Valores:

- a) Mercado de Cambios. Se transan todos los instrumentos vinculados a la Compra-Venta de monedas y billetes, mediante operaciones de contado y a término. Los mismos son admitidos de oficio sin necesidad de inscripción en el Registro de Emisores y Valores.
- b) Mercado de Dinero. Se transan los préstamos interbancarios en moneda nacional y extranjera. Los mismos son admitidos de oficio sin necesidad de inscripción en el Registro de Emisores y Valores.
- c) Mercado de Valores. Se transan todos los instrumentos autorizados por el Directorio de BEVSA y autorizados por el BCU a tener Oferta Pública de acuerdo a la Ley Nro. 16.749 del Mercado de Valores y Obligaciones Negociables.

Establecido los tipos de deuda privada y su ámbito de negociación, corresponde señalar que el mercado de valores local está regulado por el Banco Central del Uruguay (BCU), entidad con autonomía técnica, administrativa y financiera en los términos de la Constitución de la República. Su Carta Orgánica establece que la

regulación será llevada a cabo a través de la Superintendencia de Servicios Financieros (SSF).

En tal sentido, la recopilación de normas sobre requerimientos de gobierno corporativo y de información de envío al mercado de valores comprende las Circulares emitidas por el BCU, la Ley Nro. 18.627 (2009) regulatoria del Mercado de Valores y el Decreto Reglamentario Nro. 322 (2011).

En relación al **BCU**, el avance lo constituye la emisión del Proyecto sobre Gobierno Corporativo a través de la Circular Nro. 1.987 (2008), la cual realiza modificaciones y agregados a la Recopilación de Normas de Regulación y Control del Sistema Financiero (RNRCSF).

Por su parte, la Circular Nro. 2.139 (2013) sobre Recopilación de Normas del Mercado de Valores incluye reglamentación de la Ley N° 18.627 en lo que respecta a la definición de oferta pública, representante de los inversores, prácticas de gobierno corporativo para los emisores de valores, uso de información privilegiada, régimen de ofertas públicas de adquisición y régimen sancionatorio.

La última RNRCSF le corresponde a la **Circular Nro. 2.251** (2016), la cual establece que una oferta pública de valores es toda comunicación para adquirir, vender o canjear valores que satisfaga al menos uno de los siguientes requisitos:

- a) Sea dirigida a personas del público en general o de ciertos sectores o grupos específicos del mismo, que al momento de realizar el ofrecimiento sean indeterminadas.
- b) Se realice con la participación o por intermedio de una bolsa de valores.
- c) Se haga pública por cualquier medio (diarios, revistas, radio, televisión, correo, reuniones, sistemas informáticos u otro que habilite la tecnología) que permita dar a conocer el contenido de la oferta a los destinatarios.
- d) La invitación a la compra de valores realizada a los clientes de una institución de manera generalizada, aun cuando no se realice publicidad al respecto.
- e) La emisión de valores efectuada por Fideicomisos Financieros constituidos por acto unilateral de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 25 de la Ley N°17.703 (2003).

- f) Se proceda a efectuar emisión de acciones de una empresa ya inscrita en el Registro de Valores por aplicación de los supuestos especiales previstos en el artículo 362.3 de la Ley N° 16.060 (1989).

Por su parte, establece la información que debe acompañar a la solicitud de inscripción de emisión de valores de oferta pública. Entre los aspectos más relevantes para esta investigación se encuentran:

- Nómina del personal superior. Asimismo, para los emisores de valores que tengan un patrimonio superior a 15:000.000 UI deberán indicar para cada integrante del directorio u órgano de administración si cumple o no funciones ejecutivas.
- Nómina de los integrantes del Comité de Auditoría y Vigilancia.
- Nómina, participación y domicilio de socios o accionistas que sean titulares de más del 10% del capital social de la entidad emisora.
- Nómina de los integrantes del conjunto económico al que pertenece la sociedad, incluyendo descripción de las actividades desarrolladas por los mismos, vinculaciones operativas y comerciales con el emisor.
- Estados contables consolidados del grupo e individuales, pertenecientes a los últimos tres ejercicios (desde el comienzo de su actividad o su constitución si su antigüedad fuere menor), el último de los cuales deberá estar acompañado de informe de auditoría externa y de testimonios notariales de:
 - Acta de asamblea Ordinaria que los aprobara.
 - Memoria anual del Directorio.
 - Informe del Síndico o Comisión Fiscal, de corresponder.

En relación a la inscripción de valores de oferta pública, establece que su solicitud debe realizarla la institución emisora en el Registro del Mercado de Valores, al amparo de lo dispuesto en la Ley N° 18.627 y demás normas reglamentarias.

Respecto del proyecto de prospecto, instituye que deberá contener una carátula incluyendo identificación del emisor, designación de la serie y programa, valor nominal de la emisión e identificación de otras entidades participantes en la emisión.

En referencia a la información y documentación exigida a los emisores de valores, establece que los mismos deberán elaborar los estados contables de acuerdo con las normas contables establecidas en la legislación para sociedades comerciales.

En relación a los estados financieros el BCU exige la presentación de determinada información con periodicidad anual, semestral y trimestral, según se expone en la Tabla 1:

Tabla 1. Información requerida a los emisores de valores, con periodicidad anual, semestral y trimestral

RNRCFS - Circular Nro. 2.251, Art. 260			
Exige la presentación de la siguiente información:			
a) Con periodicidad anual:		b) Con periodicidad semestral:	c) Con periodicidad trimestral:
Dentro del plazo de tres meses de la finalización de cada ejercicio económico:		Dentro del plazo de dos meses de la finalización del primer semestre de cada ejercicio económicos:	Dentro del mes siguiente a la finalización del primer y tercer trimestre del ejercicio económico:
Estados Contables consolidados e individuales anuales del grupo, acompañados de informe de Auditoría Externa.	Acta de Asamblea que apruebe los Estados Contables, si correspondiera.	Estados Contables consolidados e individuales semestrales del grupo, acompañados de Informe de Revisión Limitada.	Estados Contables consolidados e individuales trimestrales del grupo, acompañados de informe de Compilación.
	Memoria anual del Directorio sobre la gestión de los negocios sociales y el desempeño en el último período.		
	Informe del órgano de fiscalización, si correspondiera.		
	Actualización de la calificación de riesgo expedida por institución inscripta en el Registro del Mercado de Valores.		

La presentación en tiempo y forma por parte de los emisores de valores, de la información que antecede constituye un requisito indispensable para la cotización de

los valores por ellos emitidos. Constatada la omisión se producirá la suspensión automática de la cotización, extremo que será declarado por el BCU, no pudiendo volver a cotizar los valores hasta tanto se regularice la situación que provocó la suspensión.

En forma complementaria, la **Ley Nro. 18.627** (2009) regulatoria del Mercado de Valores de la República establece que los bienes o derechos transferibles, incorporados o no a un documento, serán considerados valores. Se incluyen en este concepto las acciones, obligaciones negociables, mercado de futuros, opciones, cuotas de fondos de inversión, títulos valores y, en general, todo derecho de crédito o inversión. Se entiende por valores escriturales aquellos que sean emitidos en serie y representados exclusivamente mediante anotaciones en cuenta.

En relación a las clases de obligaciones negociables, establece que podrán emitirse diversas clases de obligaciones negociables con derechos diferentes, pero dentro de cada clase se otorgarán los mismos derechos. Asimismo, la emisión podrá dividirse en series y no podrán emitirse nuevas series de la misma clase mientras las anteriores no estén totalmente suscritas o no se hubiere cancelado el saldo no colocado. Las sociedades por acciones podrán emitir obligaciones negociables convertibles en acciones de la sociedad emisora, de acuerdo con las condiciones establecidas en el título valor o en el contrato de emisión y con las disposiciones legales vigentes.

2.2.5. Aspectos de gobierno corporativo que requieren las normas a los emisores de valores de oferta pública

Adicionalmente a los requerimientos de información analizados en el apartado anterior, la regulación requiere la implementación de prácticas de gobierno corporativo a los emisores de valores de oferta pública a nivel local.

En tal sentido se retoma la **Circular Nro. 2.251** (2016) del BCU, que establece para los emisores de valores de oferta pública implementar prácticas de gobierno corporativo, de forma de asegurar procesos adecuados de supervisión y control de la gestión de su dirección y el trato justo e igualitario de los socios o accionistas, acreedores y demás inversores. La Tabla 2 muestra los requerimientos más relevantes a implementar sobre las prácticas de gobierno corporativo:

Tabla 2. Principales requerimientos a implementar sobre las prácticas de gobierno corporativo

RNRCSF - Circular Nro. 2.251, Art. 184 num. 1, 2 y 3	Divulgación de Información	
	SI	NO
Implementar prácticas de gobierno corporativo, las que deberán asegurar:		
* Adoptar las Normas Internacionales de Información Financiera emitidas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (International Accounting Standards Board – IASB).		X
* Divulgar los estados contables con la periodicidad que establezca la SSF.	X	
* Divulgar la memoria anual con informe de gestión.	X	
* Divulgar el informe anual de la sindicatura.	X	
* Divulgar el informe de la calificadora de riesgos, en el plazo que corresponda.	X	
* Designar un Comité de Auditoría y Vigilancia y de un área de Auditoría Interna.		X
* Contratar a un auditor externo para la elaboración de los informes que establezca la SSF.		X
* Contratar una calificadora de riesgos para la emisión de los informes de calificación que correspondan.		X
* Si el patrimonio del emisor es mayor a 15:000.000 UI, deberán contar con un directorio u órgano de administración cuya integración no podrá ser inferior a tres miembros y más del 50% no deben cumplir funciones ejecutivas.	X	
* Contar con un Comité de Auditoría y Vigilancia integrado por al menos tres miembros, cuya mayoría deberá poseer formación financiero – contable. El síndico o los integrantes de la Comisión Fiscal podrán integrar este Comité.	X	

Respecto del informe sobre prácticas de gobierno corporativo, se establece que los emisores de valores de oferta deberán incluir en la información complementaria de la memoria, información sobre las prácticas de gobierno corporativo con relación a la estructura de propiedad, estructura de administración y control, auditoría externa y otra información de interés, según se indica en la Tabla 3:

Tabla 3. Información complementaria sobre prácticas de gobierno corporativo

RNRCSF - Circular Nro. 2.251, Art. 184.12
Respecto de la estructura de propiedad, se explicitará:
* A cuánto asciende el capital de la sociedad y las suscripciones pendientes de integración, señalando las fechas en que éstas deberán efectivizarse.
* Las distintas clases de acciones y sus características.
* La nómina de los socios o accionistas que sean titulares de más del 10% del capital social de la entidad.
* Las disposiciones estatutarias en materia de elección, nombramiento, aceptación, evaluación, reelección, cese, revocación de los miembros de los órganos de administración y de control.
* El régimen de adopción de acuerdos sociales (mayorías, tipos de votos, mecanismos previstos para los acuerdos).
* La existencia de reglamentos de asambleas de socios o accionistas (constitución y quórum, convocatoria, acceso anticipado a la información relevante, asistencia).
* Las medidas adoptadas para fomentar la participación de los socios o accionistas en las asambleas.
Respecto de la estructura de administración y control, se explicitará:
* La integración del directorio u órgano de administración, incluyendo las condiciones para la designación previstas en el artículo 184.2.
* La composición del Comité de Auditoría y Vigilancia y del Área de Auditoría Interna, incluyendo una breve descripción de los objetivos, responsabilidades atribuidas y facultades de asesoramiento y consulta.
* Número de reuniones que han mantenido los órganos de administración y de control durante el ejercicio, las principales recomendaciones emitidas por el Comité de Auditoría y Vigilancia y por el Área de Auditoría Interna, así como las decisiones que con respecto a estas recomendaciones haya tomado el directorio u órgano de administración.
Respecto de la auditoría externa, se explicitará:
* Los mecanismos establecidos por la entidad para preservar la independencia del auditor.
* El número de años que el auditor o firma de auditoría actuales llevan de forma ininterrumpida realizando trabajos de auditoría para la entidad.

Por su parte, la **Ley Nro. 18.627** (2009) en concordancia con la Circular Nro. 2.251 del BCU, establece que las bolsas de valores, otras instituciones privadas que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública y los emisores de valores de oferta pública, deberán adoptar las prácticas de gobierno corporativo de forma de asegurar procesos adecuados de supervisión y control de la gestión de su dirección y el trato justo e igualitario de los accionistas, en caso de haberlos. En relación a los emisores, la reglamentación establecerá como mínimo su obligación de:

- a) Divulgar en forma completa, puntual y exacta los resultados financieros y demás información relevante para los inversores.

- b) Adoptar las normas de contabilidad y auditoría conforme a los estándares internacionales.

La SSF del BCU podrá adoptar normas para requerir la incorporación de compromisos de práctica de gobierno corporativo por parte de los emisores en sus prospectos, así como establecer una calificación de estas prácticas.

En otro orden, el **Decreto Reglamentario Nro. 322** (2011) establece que las bolsas de valores y las instituciones privadas que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública deberán implementar prácticas de gobierno corporativo, de forma de asegurar procesos adecuados de supervisión y control de la gestión de su dirección, sobre la base de los criterios detallados en la Tabla 4:

Tabla 4. Criterios para asegurar procesos adecuados de supervisión y control de la gestión

<i>Decreto Reglamentario Nro. 322/11, Art. 24</i>
* Competencia ética y profesional de los directivos y alta gerencia.
* Estrategia eficiente para el cumplimiento de los objetivos de la institución.
* Estructura organizacional equilibrada, con una clara definición de roles y responsabilidades.
* Ambiente de control acorde a la naturaleza, tamaño y complejidad de las operaciones de la institución y su perfil de riesgos.
* Adecuado sistema de gestión integral de riesgos.
* Sistemas contables íntegros y confiables.
* Divulgar oportuna y precisa información financiera, de gestión, de la titularidad y del gobierno de la entidad.
* Políticas claras y transparentes en materia de retribución a directivos y alta gerencia.
* Gestión de potenciales conflictos de interés entre la sociedad los accionistas, los directivos, la alta gerencia y otras partes vinculadas.
* Protección de los intereses de los participantes del mercado.

Respecto de la información adicional de la memoria del directorio, se establece que la memoria anual de las entidades que realicen oferta pública de valores deberá contener, además de la información prevista por la Ley N° 16.060 (sobre razones de variaciones significativas en el activo y pasivo, explicación de origen y ajustes de gastos y ganancias extraordinarias, constitución de reservas y futuras operaciones, relaciones con las sociedades vinculadas, controladas o controlantes y las causas para el pago de dividendos o la distribución de ganancias diferente de efectivo), lo detallado en la Tabla 5:

Tabla 5. Información adicional a incluir en la memoria anual

<i>Decreto Reglamentario Nro. 322/11, Art. 28</i>
La memoria anual de las entidades que realicen oferta pública de valores deberá contener
* La relativa a la adopción de prácticas de gobierno corporativo.
* Los mecanismos de retribución de los directores.
* Incorporaciones, bajas o modificaciones del personal superior.
* La dimisión, destitución o sustitución del auditor externo.
* Rescates anticipados de los valores emitidos.
* Atraso en el pago de dividendos o cambios en la política de distribución de los mismos y atraso en el pago de amortizaciones o intereses de otros valores de oferta pública emitidos por la sociedad.
* Actualización de la calificación de riesgo de los valores emitidos.
* Cualquier otro hecho relevante ocurrido en el desarrollo de su actividad y cualquier decisión relevante adoptada por los órganos de administración y control.

Paralelamente el **Banco Mundial** (BM) emite informes sobre el cumplimiento de normas y códigos en los diferentes países deudores. En tal sentido, si bien las empresas que cotizan en bolsa uruguaya cuentan con estándares de revelación de información, en especial quienes tienen fuertes exigencias son las instituciones financieras, el BM en su informe sobre cumplimiento de normas y códigos (ROSC) identificó dos áreas en las que se requiere mayor fortalecimiento de la revelación, ellas son: a) la de transparencia acerca de los titulares de la propiedad, y b) la información de transacciones con partes relacionadas (BM, 2005).

Como se puede observar en la revisión bibliográfica realizada, las prácticas de gobierno corporativo se han convertido en una preocupación para la política pública

de los países en procura de la transparencia de los mercados. En ese sentido, se observa que el gobierno corporativo es un elemento clave para mejorar la eficiencia de las economías, ayudar a las compañías a atraer inversiones más estables y competir exitosamente en el mercado de capitales global. Esta temática es importante no solo para las compañías que cotizan en bolsa, sino también para el resto de las empresas cuyo crecimiento depende, en gran medida, del autofinanciamiento, fuentes de capital privado y el sistema financiero local (Sauleda, 2007).

En tal sentido, la literatura analiza los vínculos sobre prácticas de gobierno corporativo con el costo de deuda, revelando relaciones tales como: a) el costo de la deuda está inversamente relacionado con la independencia y el tamaño del consejo directivo, b) los comités de auditoría están asociados con un menor costo de financiación de la deuda, validando la importancia de las juntas y comités de auditoría como elementos que afectan a la fiabilidad de los informes financieros, c) relación positiva entre las calificaciones crediticias y la independencia del consejo de administración y el grado de transparencia financiera, d) un aumento en la concentración debería provocar una disminución de la transparencia de la información, e) la aversión al riesgo está relacionada con bajos niveles de deuda, pero la necesidad de financiar el crecimiento sin perder el control hace que las empresas prefieran aumentar el nivel de deuda (Anderson, *et al.*, 2004; Ashbaugh-Skaife, *et al.*, 2006; Azua, *et al.*, 2010; González, *et al.*, 2013).

La evidencia encontrada en estos trabajos muestra que la transparencia de la información financiera es fundamental no solo para facilitar el seguimiento de las acciones gerenciales, sino también para reducir la asimetría de información entre los proveedores de capital y los emisores de deuda. En este contexto se introducen los reguladores quienes emiten normas para mejorar esas prácticas de gobierno corporativo y procurar la transparencia debida en los mercados de capitales.

De la conjunción de empresas listadas que ofrecen diferentes tipos de deuda y el cumplimiento de determinados requisitos de gobierno corporativo, se evidencia la existencia de potenciales beneficios asociados a la obtención de mejores tasas y transparencia en el mercado de capitales local (Lagos y Vecino, 2014).

2.2.6. Desarrollo de hipótesis

Basados en los hallazgos de los trabajos discutidos en la revisión bibliográfica, surge la necesidad de investigar como el gobierno corporativo impacta en el costo de la deuda emitida por las compañías uruguayas que cotizan en bolsa, las que en gran medida dependen del autofinanciamiento con fuentes de capital privado y del sistema financiero local.

En tal sentido es que se plantea la siguiente hipótesis:

- H1. La propensión de las empresas uruguayas a cumplir con los requerimientos de información de gobierno corporativo exigidas por el regulador no incide en el costo de deuda emitida.

2.3. Diseño de la investigación

2.3.1. Fundamentación de la metodología a utilizar

Para realizar un trabajo de investigación es necesario llevar a cabo un desarrollo metódico que permita la adecuada consecución de los objetivos propuestos, así como una formulación concreta y precisa del problema y una metodología de investigación rigurosa y adecuada al tipo de trabajo. Por ello, cada investigación usa las estrategias empíricas que se consideran más adecuadas, acorde con el modelo conceptual en el que se apoya (López, 2002).

En tal sentido, en este capítulo se establece la metodología de la investigación a utilizar para el análisis de la relación entre la divulgación de información de gobierno corporativo y el costo de capital proveniente de la emisión de deuda. Se utiliza la metodología de análisis de contenido, enfoque comúnmente analizado en la calidad de revelación de la información, por ejemplo ha sido analizado en la calidad de información de responsabilidad empresaria incluida en los informes de sustentabilidad de las instituciones financieras en Europa (Gambetta, García-Benau y Zorio-Grima, 2016). Otro ejemplo de aplicación fue el índice de gobierno corporativo Código País (IGCCP) construido por Lagos y Vecino (2011), el cual utiliza como fuente de datos la encuesta Código País de las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia.

Además, se utiliza el coeficiente de correlación de Pearson (r) a través del programa estadístico *Stata*, para identificar la correlación existente entre las variables relacionadas a la calidad de la información de gobierno corporativo y costo de deuda (Laerd Statistics, 2013).

El análisis de contenido se puede definir como “una técnica que permite investigar el contenido de las comunicaciones mediante la clasificación en categorías de los elementos o contenidos manifiestos de dicha comunicación o mensaje” (Aigeneren, 2009). Otra definición aceptada es la de Berelson (1952), quien detalla que “el análisis de contenido es una técnica de investigación para la descripción objetiva, sistemática y cuantitativa del contenido manifiesto de la comunicación”. En esta misma línea, Krippendorff (1980) expresa que la estructura conceptual del análisis de contenido es el conjunto de conceptos interrelacionados que sirven para delinear el papel del investigador y guiar la realización del mismo, así como para evaluar cualquier análisis de contenido ya realizado. Por su parte, López (2002) señala que

el análisis de contenido es una forma particular de análisis de documentos, con esta técnica no es el estilo del texto lo que se pretende analizar, sino las ideas expresadas en él, siendo el significado de las palabras, temas o frases lo que intenta cuantificarse.

El contenido de una comunicación, considerando el discurso hablado y escrito, es complejo y presenta una valiosa característica polisémica. Con la difusión del método de investigación cualitativo, la utilización del análisis de contenido trae cuestiones teóricas y prácticas que necesitan ser observadas para obtener una utilización académicamente precisa (Gomes y Ribeiro, 2009).

La multiplicidad de fuentes y formas de datos complejiza el análisis de contenido, dado que se obtiene información que proviene de observaciones estructuradas o no estructuradas, entrevistas, cuestionarios, encuestas, documentos, registros, diarios, videos y otros datos provenientes de pruebas de diverso tipo. “La información crece geométricamente y todo parece importante, es por ello que el marco conceptual y las preguntas de investigación son la mejor defensa contra la sobrecarga de información” (Fernández, 2006).

En esta misma línea, Krippendorff (1980) expresa que se debe definir o especificar la estructura conceptual del análisis de contenido, la que consta de cuatro elementos:

- Los datos, los que constituyen la materia prima del análisis de contenido, es decir, qué datos van a ser analizados, cómo son definidos y de qué universo se han obtenido.
- El contexto de los datos, incluye todas las condiciones que rodean o envuelven los datos: algunas serán condiciones antecedentes, otras intervinientes, otras terceras resultantes.
- El objetivo del análisis de contenido, es decir, lo que el investigador quiere averiguar, tendrá que estar expuesto con claridad para que sea posible juzgar si la técnica ha llegado o no a su término y para que sea posible especificar el tipo de prueba que se necesita para determinar la validez de los resultados.
- La validez de los resultados. El análisis de contenido debe reflejar la realidad que se ha pretendido analizar o captar. Las inferencias o

resultados, para ser considerados válidos y confiables debe ser sometidos a alguna prueba de validez.

Por su parte, López (2002) señala la existencia de determinadas características a ser consideradas al momento de definir la estructura conceptual del análisis, entre las más relevantes se indica:

- Los datos son filtrados por el criterio del investigador, incorporando subjetividad al análisis. Para mitigar este riesgo, el investigador debe adiestrarse en una disciplina personal, adoptando una subjetividad disciplinada, que requiere de autoconciencia, examen riguroso, reflexión continua y análisis recursivo.
- Categorización, la metodología cualitativa se basa en el uso de categorías de elementos o dimensiones de las variables investigadas, las que servirán para clasificar o agrupar la multiplicidad de datos.

Definida la estructura conceptual del análisis de contenido, Fernández (2006) muestra el siguiente proceso de sistematización de la información:

- Obtener la información, a través del registro metódico de notas de campo, de la obtención de documentos de diversa índole, y/o de la realización de entrevistas, observaciones o grupos de discusión.
- Capturar, transcribir y ordenar la información obtenida de diversos medios. Toda la información obtenida, sin importar el medio utilizado para capturarla y registrarla, debe ser transcrita en un formato que sea perfectamente legible.
- Codificar la información, agruparla en categorías que concentran las ideas, conceptos o temas similares descubiertos por el investigador, o los pasos o fases dentro de un proceso.
- Integrar la información, relacionar las categorías obtenidas en el paso anterior, entre sí y con los fundamentos teóricos de la investigación.

Para finalizar el preámbulo sobre el enfoque del análisis de contenido, es pertinente destacar la validación de los resultados de análisis como fuerte atributo del método. Existen diversas formas de realizar esa validación como, por ejemplo, en la triangulación de métodos y de teorías, en la cual se utilizan diversos recursos

metodológicos y se analizan los datos tomando como base varias teorías. También se recurre a la llamada validación externa, hecha por la interacción con jueces y por pares, esto es, por la supervisión realizada por el orientador e investigadores con más experiencia, reconocidos por la experiencia con el uso del método y de los marcos teóricos utilizados (Gomes y Ribeiro, 2009).

En base a los estudios de Gambetta *et al.* (2016) y Lagos y Vecino (2011), esta investigación utiliza la metodología de análisis de contenido, pues la variable gobierno corporativo está conformada por numerosos requisitos de revelación de la información que requieren ser analizados en profundidad para revelar su calidad a la hora de emitir una oferta pública. Es por ello que se considera el marco teórico de Krippendorff (1980) para la definición de la estructura conceptual del análisis de contenido, la que consta de un conjunto de categorías (temas) desglosado en diferentes subcategorías de requisitos de información.

Se complementa el análisis de contenido con el estudio estadístico del coeficiente de correlación de Pearson (r) a través del programa estadístico Stata, de forma de obtener evidencia de la fuerza y dirección de la relación entre las variables gobierno corporativo y costo de deuda. Con esta correlación se intenta graficar una línea que represente los datos de las dos variables, es decir cuan bien los puntos de datos se ajustan en esta línea de mejor representación. Sus valores oscilan de -1 para una relación lineal perfectamente negativa a +1 para una relación lineal perfectamente positiva. Un valor de 0 (cero) indica que no hay relación entre las dos variables.

Se busca analizar si la relación entre las variables cumple necesariamente con los cuatro supuestos que sustentan una correlación de Pearson, de lo contrario los resultados no serán válidos. Los supuestos son las siguientes:

- Supuesto 1, se relaciona con la elección de las variables las que deben ser medidas a nivel continuo.
- Supuesto 2, es necesario que exista una relación lineal entre sus dos variables.
- Supuesto 3, no debería encontrarse *outliers* significativos (puntos dentro de sus datos que no siguen el patrón usual) pues pueden tener un gran efecto sobre la curva que mejor calza conduciendo a difíciles condiciones sobre sus datos. Por lo tanto si existen *outliers* estos deben ser minimizados.

- Supuesto 4, sus variables deberían tener una distribución aproximadamente normal para establecer la significancia estadística de la correlación de Pearson.

Como se explicará en los siguientes apartados, se utiliza esta correlación para comprender si existe una relación lineal entre el Índice de Requerimientos de Gobierno Corporativo (IRGC), variable que surgirá de la aplicación del enfoque de análisis de contenido y el desvío entre la Tasa Media de Empresas de Intermediación Financiera y la Tasa de Emisión de la Obligación Negociable. Si existe una relación positiva moderada se puede afirmar que un mayor desvío de tasa está asociado a un mejor IRGC.

2.3.2. El Índice de requerimientos de gobierno corporativo

El estudio pone a prueba la hipótesis a través del enfoque de análisis de contenido en la información sobre requerimientos de gobierno corporativo exigidos por el regulador a las empresas emisoras de títulos de deuda privada en la BVM durante el período diciembre 2009 a diciembre 2015, fecha a partir de la cual entra en vigencia la Ley Nro. 18.627 regulatoria del Mercado de Valores de la República.

Se define la estructura conceptual del análisis, donde se examina de forma rigurosa la información a capturar, para luego efectuar una categorización de requisitos de gobierno corporativo, con el fin de construir el Índice de Requerimientos de Gobierno Corporativo (IRGC).

Para la construcción del IRGC se analiza la información presentada por la empresa en el ejercicio anterior a la emisión de una serie de obligación negociable, para ello se considera, la memoria anual, información financiera y calificación de riesgo extraídas de la página web del BCU, y el código de ética extraído de las páginas web de las propias empresas. En principio son cuarenta y seis (46) los requisitos exigidos por el regulador del mercado de valores a las empresas emisoras de títulos de deuda pública. En este estudio solo se consideran aquellos requisitos que requieren ser divulgados al mercado, para que el inversor tome conocimiento del cumplimiento de los requerimientos normativos antes ejercer el derecho literal y autónomo sobre el título de crédito.

Practicado ese filtro, son treinta y dos (32) los requisitos de divulgación de información que integran el IRGC, los cuales fueron categorizados en los siguientes grupos de temas:

- Vinculados con la información financiera.
- Vinculados con la información complementaria de la memoria anual.
- Vinculados con el informe sobre prácticas de gobierno corporativo:
 - Con relación a la estructura de propiedad.
 - Con relación a la estructura de administración y control.
 - Con relación a la auditoría externa y otra información de interés.

La estructura conceptual del análisis compuesto por los treinta y dos (32) requisitos de divulgación de gobierno corporativo exigidos por el BCU a las empresas emisoras de títulos de deuda privada en la BVM, se indica en la Tabla 6:

Tabla 6. Estructura conceptual del Índice de Requerimientos de Gobierno Corporativo (IRGC)

INDICE DE REQUERIMIENTOS DE GOBIERNO CORPORATIVO (IRGC)	
<i>Vinculados con la información financiera</i>	
GC1	Divulgar dentro del plazo de tres meses de finalizado cada ejercicio económico, los estados financieros anuales acompañado de informe de Auditoría Externa
GC2	Divulgar dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico, el acta de asamblea que apruebe los estados financieros
GC3	Divulgar dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico, la memoria anual del Directorio sobre la gestión de los negocios sociales y desempeño en el último período
GC4	Divulgar dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico, el informe de la sindicatura u órgano de fiscalización
GC5	Divulgar dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico, la actualización de la calificación de riesgo expedida por institución inscrita en el RMV
GC6	Divulgar dentro del plazo de dos meses de finalizado el primer semestre de cada ejercicio económico, los estados financieros semestrales acompañado de informe de Revisión Limitada
GC7	Divulgar dentro del mes siguiente a la finalización del primer y tercer trimestre del ejercicio económico, los estados financieros trimestrales acompañado de informe de Compilación
GC8	Divulga hechos relevantes respecto de los valores ofrecidos, ocurrido en sus negocios o decisión de los órganos de administración y control que pudieran influir significativamente
GC9	Publicar el prospecto de emisión según instrucciones que imparta el BCU
GC10	Adoptar un código de ética, que deberá ser comunicado y aplicado por todo el personal, y publicado en la página web del emisor o por otro medio
GC11	Contar con un Comité de Auditoría y Vigilancia integrado por al menos tres miembros, cuya mayoría deberá poseer formación financiero – contable. El síndico o los integrantes de la Comisión Fiscal podrán integrar este Comité

INDICE DE REQUERIMIENTOS DE GOBIERNO CORPORATIVO (IRGC)

Vinculados con la información complementaria de la memoria anual:

GC12	Los mecanismos de retribución de los directores, administradores, miembros del Comité de Auditoría y Vigilancia y personal superior
GC13	Incorporaciones, bajas o modificaciones del personal superior
GC14	La dimisión, destitución o sustitución del auditor externo
GC15	Rescates anticipados de los valores emitidos
GC16	Atraso en el pago de dividendos o cambios en la política de distribución de los mismos y atraso en el pago de amortizaciones o intereses de otros valores de oferta pública emitidos por la sociedad
GC17	Actualización de la calificación de riesgo de los valores emitidos

Vinculados con el informe sobre prácticas de gobierno corporativo:

con relación a la estructura de propiedad:

GC18	A cuánto asciende el capital de la sociedad y las suscripciones pendientes de integración, señalando las fechas en que éstas deberán efectivizarse
GC19	Las distintas clases de acciones y sus características
GC20	La nómina de los socios o accionistas que sean titulares de más del 10% del capital social de la entidad
GC21	Los movimientos más significativos acaecidos durante el ejercicio en la estructura de propiedad
GC22	Las disposiciones estatutarias en materia de elección, nombramiento, aceptación, evaluación, reelección, cese, revocación de los miembros de los órganos de administración y de control
GC23	El régimen de adopción de acuerdos sociales (mayorías, tipos de votos, mecanismos previstos para los acuerdos)
GC24	La existencia de reglamentos de asambleas de socios o accionistas (constitución y quórum, convocatoria, acceso anticipado a la información relevante, asistencia)
GC25	Las medidas adoptadas para fomentar la participación de los socios o accionistas en las asambleas

con relación a la estructura de administración y control:

GC26	La integración del directorio u órgano de administración, incluyendo las condiciones para la designación
GC27	La composición del Comité de Auditoría y Vigilancia y del Área de Auditoría Interna, incluyendo una breve descripción de los objetivos, responsabilidades atribuidas y facultades de asesoramiento y consulta
GC28	Número de reuniones que han mantenido los órganos de administración y de control durante el ejercicio
GC29	Las principales recomendaciones emitidas por el Comité de Auditoría y Vigilancia y por el Área de Auditoría Interna
GC30	Las decisiones que con respecto a estas recomendaciones haya tomado el directorio u órgano de administración

con relación a la auditoría externa y otra información de interés:

GC31	Los mecanismos establecidos por la entidad para preservar la independencia del auditor
GC32	El número de años que el auditor o firma de auditoría actuales llevan de forma ininterrumpida realizando trabajos de auditoría para la entidad

Este IRGC es calculado por empresa previo a la emisión de una serie de obligación negociable, de manera de identificar la divulgación de los treinta y dos (32) requisitos clave exigidos por el regulador del mercado de valores.

El estudio asigna el valor 1 si el requerimiento de información está revelado en total cumplimiento de la normativa, 0,5 si el requerimiento de información es revelado parcialmente, y un valor de 0 si el requerimiento de información no es revelado:

$$IRGC_i = \frac{\sum_{t=1}^{32} X_{t,i}}{32}$$

Donde $IRGC_i$ es el Índice de Requerimiento de Gobierno Corporativo previo a la emisión de deuda de la empresa i y el $X_{t,i}$ es cada uno de los treinta y dos requisitos de divulgación de gobierno corporativo exigidos por el BCU desde la promulgación de la Ley del Mercado de Valores a la empresa i .

2.3.3. Costo de capital

Para evaluar la hipótesis planteada se utiliza como subrogado del costo de capital, el Desvío de Tasa (DESVTASA). La obtención de un mayor DESVTASA por parte de las empresas emisoras de títulos de deuda privada en la BVM significa que el costo de emisión de deuda es menor, esto se debe a que la tasa de emisión es menor que la tasa media ofrecida por el sector financiero local. Esta apreciación se realiza sin perjuicio de la existencia de otros factores que puedan estar afectando dicha desviación.

En tal sentido, se define la variable DESVTASA como el logaritmo neperiano de la diferencia entre la tasa media de mercado y la tasa de emisión de la obligación negociable, según el siguiente detalle:

- La Tasa Media de Empresas de Intermediación Financiera es obtenida mensualmente del Banco Central de Uruguay (BCU), en dólares americanos, para empresas grandes y medianas, por un capital $> =$

2.000.000 UI y para préstamos con plazo ≥ 367 días. Se considera la Tasa Media vigente inmediata anterior a la fecha de emisión.

- La Tasa de Emisión de la Obligación Negociable se obtiene de la lectura del prospecto de emisión publicado en la página web del BCU. Este estudio considera las emisiones con tasa de interés en dólares americanos.

2.3.4. Correlación entre IRGC y DESVTASA

Como se expresó en la fundamentación de la metodología, se complementa el análisis de contenido con el estudio estadístico del coeficiente de correlación de Pearson (r) a través del programa estadístico *Stata*.

Por medio de este coeficiente se quiere obtener evidencia de la fuerza y dirección de la relación que surge entre el costo de deuda, representado por la variable DESVTASA (variable dependiente) y la variable explicativa IRGC (variable independiente). Su resultado pondrá en evidencia la existencia de potenciales beneficios asociados a la obtención de tasas más beneficiosas para el emisor a raíz de una mayor transparencia en el mercado de capitales local.

$$\text{DESVTASA} = f(\text{IRGC})$$

En donde,

- Índice de Requerimientos de Gobierno Corporativo (IRGC), es el logaritmo neperiano de la sumatoria de valores entre 0 y 1 asignados a los treinta dos requisitos dividido el total de requisitos, análisis obtenido de la última información previa a la emisión de cada título de crédito. Se espera un coeficiente positivo ya que a mayor información financiera y de gobierno corporativo divulgado mayor es el cumplimiento de requerimientos exigidos por el regulador del mercado de valores (Lagos y Vecino, 2011).
- Desvío de Tasa (DESVTASA), es el logaritmo neperiano de la diferencia entre la Tasa Media de Empresas de Intermediación Financiera y la Tasa de Emisión de la Obligación Negociable.

2.3.5. Fuentes de datos y selección de la muestra

Con el propósito de comprobar la hipótesis, se considera a las empresas que emitieron títulos de deuda privada en la BVM con información pública posterior a la vigencia de la Ley Nro. 18.627 regulatoria del Mercado de Valores de la República (publicada D.O. 16/dic/2009). En consecuencia, la población incluye los emisores que cumplen con los siguientes criterios:

- a) Ser emisor no financiero del sector privado.
- b) Divulgar información periódica en el BCU y la BVM.
- c) Haber ofrecido títulos de deuda bajo la calificación obligaciones negociables en el período diciembre 2009 a diciembre 2015.
- d) Moneda de emisión dólares americanos.

Al recopilar la información del BCU sobre los emisores del mercado de valores, se aprecia una población de 34 instituciones, 11 pertenecientes al sector financiero, 2 al sector público y las restantes 21 al sector privado, según se indica en la Tabla 7:

Tabla 7. Emisores del Mercado de Valores de la República

Emisores del Mercado de Valores				Observaciones
		1	ADMINISTRACION NACIONAL DE USINAS Y TRASMISIONES ELECTRICAS	Público
1	1	2	ALUMINIOS DEL URUGUAY S.A.	
		3	BANCO BANDES URUGUAY S.A.	Financiero
		4	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA URUGUAY S.A.	Financiero
		5	BANCO DE LA REPUBLICA ORIENTAL DEL URUGUAY	Financiero
		6	BANCO HIPOTECARIO DEL URUGUAY	Financiero
		7	BANCO ITAU URUGUAY S.A.	Financiero
		8	BANCO SANTANDER S.A.	Financiero
		9	BANQUE HERITAGE (URUGUAY) S.A.	Financiero
		10	BOLSA DE VALORES DE MONTEVIDEO	Financiero
2	2	11	CENTRAL LANERA URUGUAYA C.A.R.L	
		12	CITIBANK N.A. (SUCURSAL URUGUAY)	Financiero
	3	13	CITRICOLA SALTEÑA S.A.	Obligaciones Negociables No convertibles en Acciones, emitidas el 01/04/2016, Vto. 01/04/2026
3	4	14	COOPERATIVA NACIONAL DE PRODUCTORES DE LECHE	
		15	CORPORACIÓN VIAL DEL URUGUAY S.A.	Sociedad con participación estatal. No se encontraron documentos relacionados con el producto
4	5	16	DISTRIBUIDORA URUGUAYA DE COMBUSTIBLES S.A.	
	6	17	ESTABLECIMIENTOS COLONIA SA	Obligaciones Negociables - Serie 1, emitidas en setiembre 2009, plazo 7 años
5	7	18	FABRICA NACIONAL DE PAPEL S.A.	
6	8	19	FRIGORIFICO MODELO S.A.	
7	9	20	GRALADO S.A.	
	10	21	GRANJA MORO S.A.	Obligaciones Negociables, emitidas en setiembre 1995, plazo 3 años
8	11	22	HRU S.A.	
		23	HSBC BANK (URUGUAY) S.A.	Financiero
9	12	24	INDUSTRIA SULFÚRICA S.A.	
	13	25	INDUSTRIAS HARINERAS S.A.	Obligaciones Negociables no convertibles en Acciones, 2da. Serie, emitidas en agosto 2001, plazo 5 años
	14	26	KLAPIS S.A.	Acciones, no se encontraron documentos relacionados al producto
10	15	27	PAPELERA MERCEDES S.A.	
	16	28	PINTOS RISSO INVESTMENT S.A.	Obligaciones Negociables escriturales, emitidas en junio 2001, plazo 5 años
	17	29	PUERTA DEL SUR S.A.	Obligaciones Negociables Serie 1, emitidas en abril 2007, plazo 14 años y medio
11	18	30	RUNTUNA S.A.	
		31	SCOTIABANK URUGUAY S.A.	Financiero
	19	32	UNIDAD PUNTA DE RIELES S.A.	Obligaciones Negociables no convertibles en Acciones, emisión 2do semestre de 2015, plazo 25 años
12	20	33	UNION AGRICULTURE GROUP S.A.	
	21	34	VELDA S.A.	Acciones, no se encontraron documentos relacionados al producto

A partir de esta información inicial (34 instituciones), se excluye del análisis las instituciones financieras y públicas (13 en total), por considerar que se encuentran bajo una tipología y reglamentación especial, con lo cual la población se reduce a 21 emisores no financieros del sector privado. De estos últimos se excluye en primer instancia a 9 de ellos, 1 caso por no contar con antecedentes e iniciar emisión en la segunda mitad del 2015, 2 casos por no encontrar productos relacionados y los restantes 6 por presentar productos fuera del periodo de análisis, esto es anterior al año 2009 (5 casos) o bien emitir en el año 2016 (1 caso), con lo cual la nueva población a considerar es de 12 emisores, según se indica en la Tabla 8:

Tabla 8. Población de emisores no financieras del sector privado

Emisores del Mercado de Valores		Clasificación
1	ALUMINIOS DEL URUGUAY S.A.	Acciones
1	2 CENTRAL LANERA URUGUAYA C.A.R.L	Obligación Negociable
2	3 COOPERATIVA NACIONAL DE PRODUCTORES DE LECHE	Obligación Negociable
3	4 DISTRIBUIDORA URUGUAYA DE COMBUSTIBLES S.A.	Obligación Negociable
	5 FABRICA NACIONAL DE PAPEL S.A.	Acciones
	6 FRIGORIFICO MODELO S.A.	Acciones
	7 GRALADO S.A.	Acciones
4	8 HRU S.A.	Obligación Negociable
	9 INDUSTRIA SULFÚRICA S.A.	Acciones
	10 PAPELERA MERCEDES S.A.	Acciones
5	11 RUNTUNA S.A.	Obligación Negociable
12	UNION AGRICULTURE GROUP S.A.	Acciones

En otro orden, de los 12 emisores privados se excluye a 7 por no cumplir con el tercer criterio de selección, el de calificar como obligación negociable, con lo cual la población final de emisores privados corresponde a 5 empresas, según se indica en la Tabla 9:

Tabla 9. Empresas no financieras del sector privado con clasificación Obligación Negociable (ON)

Emisores del Mercado de Valores		Clasificación
1	CENTRAL LANERA URUGUAYA C.A.R.L	Obligación Negociable
2	COOPERATIVA NACIONAL DE PRODUCTORES DE LECHE	Obligación Negociable
3	DISTRIBUIDORA URUGUAYA DE COMBUSTIBLES S.A.	Obligación Negociable
4	HRU S.A.	Obligación Negociable
5	RUNTUNA S.A.	Obligación Negociable

Cabe consignar que el segundo criterio de selección, difundir información periódica en el BCU y BVM, lo cumple el 100 % de la muestra de empresas. La información pública se indica en la Tabla 10:

Tabla 10. Tipo de información periódica publicada por año y por empresa

<i>Tipo Información Periódica</i>
EE.FF. Individuales / Consolidados
Memoria Anual
Informe Organo Fiscalizador
Acta de Asamblea
Hechos Relevante
Productos Ofrecidos (prospectos)
Calificación de Riesgos

Asimismo, se divulga información sobre la titularidad de los órganos de administración y control de cada emisor registrado en el mercado de valores, según se indica en la Tabla 11:

Tabla 11. Titularidad de los órganos de administración y control

<i>Accionistas o Socios</i>	Nombre	Participación	%
<i>Directores</i>	Nombre	Cargo	desde
<i>Administradores</i>	Nombre	Cargo	
<i>Sindicos</i>	Nombre	Cargo	

Definida las 5 empresas del sector privado, se indaga sobre los procesos de emisión realizados hasta diciembre de 2015. Cada proceso de emisión – empresa será considerado en el presente trabajo como una observación de análisis.

De la indagación surge la realización de 21 procesos de emisión, de los cuales se presenta un resumen descriptivo, según se indica en la Tabla 12:

Tabla 12. Resumen de los procesos de emisión realizados por los emisores seleccionados

	Institución	Productos	Monto	Moneda	Fecha Emisión	Vencimiento	Amortización	Tasa	Intereses
1	CENTRAL LANERA	Obligaciones Negociables escriturales - Dic 2006	Hasta USD 3 millones	Dólares americanos	26/12/2006	5 años	Cinco cuotas anuales, iguales y consecutivas	Libor (180 días) más 2.5% lineal anual, con un mínimo de 8% y un máximo de 9.5%	Semestral
2		Obligaciones Negociables escriturales - Serie II	Hasta USD 4 millones	Dólares americanos	07/04/2011	5 años	Tres cuotas anuales a partir del tercer año de la emisión	Tasa de 6% lineal anual	Semestral
3	CONAPROLE	SERIE 1ª-CONAHORRO II 36M - Junio 2015	Hasta USD 3 millones	Dólares americanos	22/06/2012	3 años	Una cuota al vencimiento (30/06/2015: 100% del capital emitido, menos lo eventualmente amortizado en cada una de las fechas en que lo inversores disponen del derecho de cancelación)	Tasa 2,75% lineal anual	Semestral
4		SERIE 2ª – CONAHORRO II 60M	Hasta USD 5 millones	Dólares americanos	20/09/2012	5 años	Cuatro cuotas anuales a partir del segundo año de la emisión	Tasa 4% lineal anual	Semestral
5		SERIE 3ª – CONAHORRO II 60M	UDS 3 millones, ampliables a USD 5 millones	Dólares americanos	22/03/2013	5 años	Cuatro cuotas anuales a partir del segundo año de la emisión	Tasa 3,75% lineal anual	Semestral
6		SERIE 4ª – CONAHORRO II 60M	UDS 3 millones, ampliables a USD 5 millones	Dólares americanos	24/09/2013	5 años	Cuatro cuotas anuales a partir del segundo año de la emisión	Tasa 3,75% lineal anual	Semestral
7		SERIE 5ª – CONAHORRO II 60M	UDS 3 millones, ampliables a USD 5 millones	Dólares americanos	24/03/2014	5 años	Cuatro cuotas anuales a partir del segundo año de la emisión	Tasa 3,5% lineal anual	Semestral
8		Serie Conahorro II (84M) (Serie 7a)	USD 6.992.507	Dólares americanos	24/09/2014	7 años	Una cuota al vencimiento (20/09/2021: 100% del capital emitido)	Tasa 3,25% lineal anual (24/09/2014 a 20/09/2019) y 5% lineal anual (20/09/2019 a 20/09/2021)	Semestral
9		Serie Conahorro II (12M) (Serie 8a)	USD 2.999.053	Dólares americanos	23/12/2014	1 año	Una cuota al vencimiento (21/12/2015: 100% del capital emitido, menos lo eventualmente amortizado el 22/06/2015 por derecho de recupero de inversores)	Tasa 2% lineal anual	Semestral
10		Serie Conahorro II (12M) (Serie 9a)	USD 2.999.992	Dólares americanos	24/03/2015	1 año	Una cuota al vencimiento (21/03/2016: 100% del capital emitido, menos lo eventualmente amortizado el 21/09/2015 por derecho de recupero de inversores)	Tasa 2% lineal anual	Semestral
11		Serie Conahorro II 12m - Junio 2016 (Serie 10a)	USD 4.999.243	Dólares americanos	24/06/2015	1 año	Una cuota al vencimiento (20/06/2016: 100% del capital emitido, menos lo eventualmente amortizado el 21/12/2015 por derecho de recupero de inversores)	Tasa 2% lineal anual	Semestral
12		Serie Conahorro II (84M) - Septiembre 2022 (Serie 11a)	USD 4.729.215	Dólares americanos	23/09/2015	7 años	Una cuota al vencimiento (20-09-2022: 100% del capital emitido, menos lo eventualmente amortizado en cada una de las fechas en que lo inversores disponen del derecho de cancelación)	Tasa 3,25% lineal anual (23/09/2015 a 20/09/2018); 3,50% lineal anual (20/09/2018 a 20/09/2020) y 4,00% lineal anual (20/09/2020 a 20/09/2022)	Semestral
13		Serie Conahorro II (12M) Diciembre 2016 (Serie 12a)	USD 2.999.111	Dólares americanos	23/12/2015	1 año	Una cuota al vencimiento (20/12/2016: 100% del capital emitido, menos lo eventualmente amortizado el 20/06/2016 por derecho de recupero de inversores)	Tasa 2% lineal anual	Semestral

	Institución	Productos	Monto	Moneda	Fecha Emisión	Vencimiento	Amortización	Tasa	Intereses
14	DUCSA	Programa de Emisión de ON escriturales hasta US\$ 30.000.000.-	Hasta USD 10 millones	Dólares americanos	07/12/2012	5 años	Tres cuotas anuales, iguales y consecutivas, venciendo la primera al 3er aniversario desde el día de la emisión	Tasa 4% lineal anual	Semestral
15	HRU	Serie 1	Equivalente a USD 15 millones en Pesos Uruguayos reajustables por valor de la UI al día de la emisión	Pesos uruguayos reajustables de acuerdo a la variación en el valor de la UI	14/03/2007	7 años (se podrá extender hasta 14/03/2017)	Semestral, con un año de gracia desde la fecha de emisión	Tasa 6% anual en UI	Semestral
16		Serie 2 - En ningún caso el total emitido bajo las series 1 y 2 superará en conjunto los USD 30 millones	Hasta USD 10 millones	Dólares americanos	30/11/2011	6 años	24 cuotas iguales, trimestrales y consecutivas	Tasa 6% fija anual	Trimestral
17		Serie 1 - En ningún caso el monto total emitido bajo las series 1 y 2 superará en conjunto los USD 30 millones	Hasta USD 30 millones en Pesos Uruguayos reajustables por valor de la UI al día de la emisión	Pesos uruguayos reajustables de acuerdo a la variación en el valor de la UI	30/11/2011	10 años	Cuotas trimestrales y consecutivas: 6% del capital por año durante los primeros 6 años (2012 al 2017) y 16% del capital por año del 2018 al 2021	Tasa 4,5% efectivo anual en UI	Trimestral
18		Serie 3 - En ningún caso el monto total emitido bajo las series 3 y 4 superará en conjunto los USD 12 millones	Hasta USD 12 millones en Pesos Uruguayos reajustables por valor de la UI al día de la emisión	Pesos uruguayos reajustables de acuerdo a la variación en el valor de la UI	30/11/2012	10 años	Cuotas trimestrales y consecutivas: 6% del capital por año durante los primeros 6 años (2013 al 2018) y 16% del capital por año del 2019 al 2022	Tasa 3,75% efectivo anual en UI	Trimestral
19		Serie 4 - En ningún caso el monto total emitido bajo las series 3 y 4 superará en conjunto los USD 12 millones	Hasta USD 8 millones	Dólares americanos	30/11/2012	6 años	24 cuotas iguales, trimestrales y consecutivas	Tasa 4,75% fija anual	Trimestral
20	RUNTUNA	ON RUNTUNA SA - SERIE 1ª - Obligaciones Negociables Escriturales no convertibles en acciones	Hasta USD 8 millones	Dólares americanos	08/07/2010	8 años	12 cuotas iguales, semestrales y consecutivas, una vez finalizado el período de gracia (hasta el 15/12/2012)	Tasa 7% fija lineal anual	Semestral
21		ON VTO 2025 - Obligaciones Negociables Convertibles de Oferta Pública	Hasta USD 20 millones	Dólares americanos	10/07/2015	10 años	5 cuotas anuales iguales y consecutivas, a partir del sexto año de la emisión	Tasa variable lineal anual equivalente a la Tasa Libor 6 meses en Dólares Americanos más 3,0%; estableciéndose que la tasa de interés compensatorio no será inferior al Interés Piso de 5,75% y no podrá superar una tasa máxima de 8,0%	Semestral

Por último, de las 21 observaciones se excluyen 4 procesos, 2 por ser anteriores a la vigencia de la Ley 18.627 y 2 por ser emitidos en moneda diferente al dólar americano, según se indica en la Tabla 13:

Tabla 13. Determinación de observaciones

	Institución	Productos	Fecha Emisión	Anterior a Dic/09	UI	USD
1	CENTRAL LANERA	Obligaciones Negociables escriturales - Dic 2006	26/12/2006	X		0
2		Obligaciones Negociables escriturales - Serie II	07/04/2011			1
3	CONAPROLE	SERIE 1ª – CONAHORRO II 36M - Junio 2015	22/06/2012			1
4		SERIE 2ª – CONAHORRO II 60M	20/09/2012			1
5		SERIE 3ª – CONAHORRO II 60M	22/03/2013			1
6		SERIE 4ª – CONAHORRO II 60M	24/09/2013			1
7		SERIE 5ª – CONAHORRO II 60M	24/03/2014			1
8		Serie Conahorro II (84M) (Serie 7a)	24/09/2014			1
9		Serie Conahorro II (12M) (Serie 8a)	23/12/2014			1
10		Serie Conahorro II (12M) (Serie 9a)	24/03/2015			1
11		Serie Conahorro II 12m - Junio 2016 (Serie 10a)	24/06/2015			1
12		Serie Conahorro II (84M) - Septiembre 2022 (Serie 11a)	23/09/2015			1
13		Serie Conahorro II (12M) - Diciembre 2016 (Serie 12a)	23/12/2015			1
14	DUCSA	Programa de Emisión de ON escriturales hasta U\$S 30.000.000.-	07/12/2012			1
15	HRU	Serie 1	14/03/2007	X	X	0
16		Serie 2 - En ningún caso el total emitido bajo las series 1 y 2 superará en conjunto los USD 30 millones	30/11/2011			1
17		Serie 1 - En ningún caso el total emitido bajo las series 1 y 2 superará en conjunto los USD 30 millones	30/11/2011		X	0
18		Serie 3 - En ningún caso el total emitido bajo las series 3 y 4 superará en conjunto los USD 12 millones	30/11/2012		X	0
19		Serie 4 - En ningún caso el total emitido bajo las series 3 y 4 superará en conjunto los USD 12 millones	30/11/2012			1
20	RUNTUNA	ON RUNTUNA SA - SERIE 1ª - Obligaciones Negociables Escriturales no convertibles en acciones	08/07/2010			1
21		ON VTO 2025 - Obligaciones Negociables Convertibles de Oferta Pública	10/07/2015			1
			Observaciones			17

Finalmente el total de observaciones para analizar es de 17, donde al menos una emisión de valores se corresponde con una de las 5 empresas seleccionadas.

2.4. Resultados

En la presente sección se presenta el resultado de la investigación, organizada en dos apartados. El apartado 2.4.1 hace referencia a los hechos estilizados que surgen del análisis de la información financiera obtenidos de las empresas emisoras de títulos valores y el apartado 2.4.2 refiere al resultado y análisis de los modelos con los cuales se comprobará la hipótesis, es decir, en el apartado 2.4.2.1 se realiza la construcción del IRGC para cada empresa / año de emisión, en el apartado 2.4.2.2 se vincula el papel del comité de auditoría con el IRGC y en el apartado 2.4.2.3 se realiza el estudio estadístico del coeficiente de correlación de Pearson (r).

2.4.1. Hechos estilizados sobre los datos

En la presente sección se presenta los hechos estilizados que surgen del análisis de las empresas no financieras del sector privado, que ofrecieron en la BVM títulos de deuda bajo la calificación obligación negociable en moneda de emisión dólares americanos, con información pública posterior a la vigencia de la Ley Nro. 18.627 regulatoria del Mercado de Valores de la República (publicada D.O. 16/dic/2009). Se utiliza 17 observaciones en 6 años correspondientes a 5 empresas del sector privado, según se detalla en la Tabla 14:

Tabla 14. Observaciones por Año / Empresa

Empresa / Año	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tot
CENTRAL LANERA		1					1
CONAPROLE			2	2	3	4	11
DUCSA			1				1
HRU		1	1				2
RUNTUNA	1					1	2
Observaciones / Año	1	2	4	2	3	5	17

Se aprecia que el año con mayor cantidad de procesos de emisión de obligaciones negociables en dólares americanos es el año 2015 con 5. Le siguen en orden de observaciones el año 2012 con 4 procesos y el 2014 con 3 procesos.

CONAPROLE es la empresa que tiene mayor cantidad de observaciones (11) y se debe a que realiza procesos de emisión con periodicidad menor a la anual, en los años 2012 y 2013 realizó emisiones semestrales, en el año 2014 cuatrimestral y en el año 2015 ofreció emisiones con periodicidad trimestral. Le sigue en orden de observaciones las empresas HRU y RUNTUNA ambas con 2 emisiones, según se detalla en el Figura 1:

Figura 1. Observaciones por Empresa



En la Tabla 15 se observa el cálculo de los principales estadísticos descriptivos sobre determinados datos estilizados. Las variables contables fueron construidas en base a los estados financieros divulgados en las memorias anuales de las empresas a través de la página web del BCU.

Tabla 15. Estadísticos Descriptivos

Hechos Estilizados			
	Mínimo	Máximo	Promedio
Total Activo (*)	121.785	15.382.788	9.024.459
Total Pasivo (*)	66.725	7.446.409	4.255.672
Total Patrimonio (*)	55.060	7.936.379	4.768.787
Ingresos Operativos Netos (*)	11.751	21.978.396	12.533.739
Resultado del Ejercicio (*)	649	1.764.744	784.772
ROA	0,13%	13,70%	8,77%
ROE	0,35%	30,23%	16,62%
IRGC	9,38%	79,69%	58,46%
DesvTasa	3,61%	8,72%	5,86%
(*) Miles de Pesos Uruguayos			

Los datos revelan que el promedio de activo, pasivo y patrimonio es superado por la empresa CONAPROLE en 4 de los 5 años de emisión de títulos de deuda (2012 a 2015), las restantes 4 empresas poseen valores por debajo de la media con independencia del año de emisión. La empresa que obtuvo los valores mínimos de activo, pasivo y patrimonio es la empresa RUNTUNA en el año 2009, según se detalla en la Tabla 16:

Tabla 16. Activo, Pasivo y Patrimonio (en miles de pesos uruguayos)

Empresa	fecha emision	cierre ejercicio	Total Activo	Total Pasivo	Total Patrimonio
CONAPROLE	20/09/2012	31/07/2012	10.962.913	5.152.983	5.809.930
	24/09/2013	31/07/2013	12.572.762	5.997.394	6.575.368
	24/09/2014	31/07/2014	14.773.574	7.078.722	7.694.852
	23/09/2015	31/07/2015	15.382.788	7.446.409	7.936.379
RUNTUNA	08/07/2010	31/12/2009	121.785	66.725	55.060

Respecto del promedio de ingresos operativos, CONAPROLE es la empresa que en los 5 años de emisión de títulos de deuda (2011 a 2015) supera dicho valor, con incrementos que van desde un 4,3% por encima del valor promedio en el año 2011, hasta un máximo del 75,4% obtenido en el 2014, para el año 2015 se observa una caída de ingresos operativos aunque sigue siendo superior al valor promedio en un 52,6%. Le siguen en orden las empresas DUCSA y HRU, aunque muy por debajo de la media estadística, según se detalla en la Tabla 17:

Tabla 17. Ingresos Operativos Netos (en miles de pesos uruguayos)

Empresa	fecha emision	cierre ejercicio	Ingresos Operativos
CENTRAL LANERA	07/04/2011	31/07/2010	552.939
CONAPROLE	22/06/2012	31/07/2011	13.074.450
	20/09/2012	31/07/2012	14.966.361
	24/09/2013	31/07/2013	19.947.338
	24/09/2014	31/07/2014	21.978.396
	23/09/2015	31/07/2015	19.128.475
DUCSA	07/12/2012	31/12/2011	1.080.253
HRU	30/11/2011	31/12/2010	1.019.583
	30/11/2012	31/12/2011	1.123.557
RUNTUNA	08/07/2010	31/12/2009	11.751
	10/07/2015	31/12/2014	213.102

En relación al promedio de resultado del ejercicio, es superado por la empresa CONAPROLE en 3 de los 5 años de emisión de títulos de deuda (2012 a 2014), las restantes 4 empresas poseen valores por debajo de la media con independencia del año de emisión. La empresa que obtuvo el valor mínimos de resultado del ejercicio es la empresa CENTRAL LANERA en el año 2010, según se detalla en la Tabla 18:

Tabla 18. Resultado del Ejercicio (en miles de pesos uruguayos)

Empresa	fecha emision	cierre ejercicio	Resultado Ejercicio
CENTRAL LANERA	07/04/2011	31/07/2010	649
CONAPROLE	20/09/2012	31/07/2012	1.095.147
	24/09/2013	31/07/2013	1.049.910
	24/09/2014	31/07/2014	1.764.744

En otro orden, la media del indicador financiero rentabilidad sobre los activos ROA (*Return On Assets*) es de 8,77%, con un mínimo de 0,13% y un máximo de 13,7%. Las empresas con un ROA más bajo son CENTRAL LANERA (0,13% en 2010), HRU (2,96% en 2010) y CONAPROLE (3,08% en 2015); las empresas con mayor ROA son RUNTUNA (13,7% en 2009), CONAPROLE (12,91% en 2014) y DUCSA (12,28% en 2011), según se detalla en la Tabla 19:

Tabla 19. ROA

Empresa	fecha emision	cierre ejercicio	ROA
CENTRAL LANERA	07/04/2011	31/07/2010	0,13%
CONAPROLE	22/06/2012	31/07/2011	4,88%
	20/09/2012	31/07/2012	11,49%
	24/09/2013	31/07/2013	8,92%
	24/09/2014	31/07/2014	12,91%
	23/09/2015	31/07/2015	3,08%
DUCSA	07/12/2012	31/12/2011	12,28%
HRU	30/11/2011	31/12/2010	2,96%
	30/11/2012	31/12/2011	9,55%
RUNTUNA	08/07/2010	31/12/2009	13,70%
	10/07/2015	31/12/2014	7,03%

Respecto de la media del indicador financiero rentabilidad sobre el patrimonio ROE (*Return On Equity*) es de 16,62%, con un mínimo de 0,35% y un máximo de 30,23%. Las empresas con un ROE más bajo son CENTRAL LANERA (0,35% en 2010),

HRU (4,11% en 2010) y CONAPROLE (5,95% en 2015); las empresas con mayor ROE son RUNTUNA (30,23% en 2009), CONAPROLE (24,73% en 2014) y DUCSA (21,76% en 2011), según se detalla en la Tabla 20:

Tabla 20. ROE

Empresa	fecha emision	cierre ejercicio	ROE
CENTRAL LANERA	07/04/2011	31/07/2010	0,35%
CONAPROLE	22/06/2012	31/07/2011	8,31%
	20/09/2012	31/07/2012	20,58%
	24/09/2013	31/07/2013	16,95%
	24/09/2014	31/07/2014	24,73%
	23/09/2015	31/07/2015	5,95%
DUCSA	07/12/2012	31/12/2011	21,76%
HRU	30/11/2011	31/12/2010	4,11%
	30/11/2012	31/12/2011	14,65%
RUNTUNA	08/07/2010	31/12/2009	30,23%
	10/07/2015	31/12/2014	17,21%

2.4.2. Resultados sobre H1

2.4.2.1. Índice de requerimientos de gobierno corporativo

En la presente sección se presentan los resultados del análisis de contenido para cada empresa seleccionada, considerando la información pública previa a la emisión de una serie de obligación negociable.

Partiendo de las 17 observaciones determinadas en el capítulo anterior, se procede a determinar la información necesaria para la construcción de cada IRGC por empresa / año de emisión. Para ello, se considera necesario identificar el año de publicación de la memoria anual del Directorio sobre la gestión y desempeño, la cual se debe divulgar dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico. Con este procedimiento se mitiga el riesgo de considerar la memoria

anual del propio año de emisión, se recuerda que el potencial inversor tiene en cuenta la última información pública, que no siempre coincide con el año de emisión.

En la Tabla 21 se muestra por empresa / año de emisión, la fecha máxima de presentación de la memoria anual y la determinación del año a considerar para el análisis de los requerimientos de gobierno corporativo.

Tabla 21. Determinación del año de memoria anual del Directorio

	Institución	Fecha Emisión	Cierre Económico	Fecha Presentación Memoria	Año Informe GC antes de la emisión
1	CENTRAL LANERA	07/04/2011	31/07/2010	30/11/2010	2010
2	CONAPROLE	22/06/2012	31/07/2011	30/11/2011	2011
3	CONAPROLE	20/09/2012	31/07/2011	30/11/2011	2011
4	CONAPROLE	22/03/2013	31/07/2012	30/11/2012	2012
5	CONAPROLE	24/09/2013	31/07/2012	30/11/2012	2012
6	CONAPROLE	24/03/2014	31/07/2013	30/11/2013	2013
7	CONAPROLE	24/09/2014	31/07/2013	30/11/2013	2013
8	CONAPROLE	23/12/2014	31/07/2014	30/11/2014	2014
9	CONAPROLE	24/03/2015	31/07/2014	30/11/2014	2014
10	CONAPROLE	24/06/2015	31/07/2014	30/11/2014	2014
11	CONAPROLE	23/09/2015	31/07/2014	30/11/2014	2014
12	CONAPROLE	23/12/2015	31/07/2015	30/11/2015	2015
13	DUCSA	07/12/2012	31/12/2011	30/04/2012	2011
14	HRU	30/11/2011	31/12/2010	30/04/2011	2010
15	HRU	30/11/2012	31/12/2011	30/04/2012	2011
16	RUNTUNA	08/07/2010	31/12/2009	30/04/2010	2009
17	RUNTUNA	10/07/2015	31/12/2014	30/04/2015	2014

Se observa que CENTRAL LANERA Y DUCSA solo tienen asociado la construcción de un IRGC, HRU y RUNTUNA dos IRGC y CONAPROLE cinco IRGC. La situación de CONAPROLE se debe a que sus emisiones tienen una periodicidad menor a la

anual, con lo cual varias emisiones tendrán asociado el mismo año de divulgación de memoria anual y por ende el mismo IRGC.

A continuación, se procede al cálculo de los IRGC por empresa previo a la emisión de una serie de obligación negociable.

CENTRAL LANERA DEL URUGUAY (CLU)

En términos generales divulga en parte los requerimientos vinculados con la información financiera. Respecto de las memorias anuales divulgadas corresponden a ejercicios anteriores al 2010 y no explicita temas de gobierno corporativo. En su página web divulga su Código de Ética aprobado en enero 2011 e informa sobre Responsabilidad Social Empresarial haciendo referencia al cumplimiento con la legislación vigente a nivel comercial, laboral y ambiental. No se revela la existencia de un comité de auditoría en las páginas web institucional, BCU y BVM.

El resultado final de la divulgación de requerimientos de gobierno corporativo exigidos por el regulador del mercado de valores para CLU – IRGC 2010 es de 4,5 puntos (14%), según se indica en la Tabla 22.

Justificación de la puntuación obtenida IRGC 2010:

Los requerimientos de información revelados en total cumplimiento de la normativa (valor 1) son:

- GC1: Se observó la publicación de los estados financieros anuales acompañado de informe de Auditoría Externa en la página web de la BVM en el mes de octubre de 2010, dentro del plazo de tres meses de finalizado el ejercicio económico.
- GC7: Se observó la publicación de los estados financieros trimestrales acompañados de informe de Compilación en la página web de la BVM en los meses de noviembre 2009 y mayo 2010, dentro del mes siguiente a la finalización del primer y tercer trimestre del ejercicio económico.
- GC8: Se observó la divulgación en la página web de la BVM de hechos relevantes respecto de los valores ofrecidos en el año 2010.

- GC9: Se observó la publicación del prospecto de emisión de la entidad en la página web de la BVM.

El requerimiento de información revelado parcialmente (valor 0.5) es:

- GC26: En acta de asamblea general ordinaria de octubre 2010 se divulga la integración del directorio u órgano de administración, aunque no se incluye las condiciones para la designación. Esta información se extrajo de la página web de la BVM.

Tabla 22. CENTRAL LANERA DEL URUGUAY (CLU) – IRGC 2010

		GC1	GC2	GC3	GC4	GC5	GC6	GC7	GC8	GC9	GC10	GC11	GC12	GC13	GC14	GC15	GC16	TOT	MAX	%
CLU	IRGC 2010	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	4,5	32	14,1%
		GC17	GC18	GC19	GC20	GC21	GC22	GC23	GC24	GC25	GC26	GC27	GC28	GC29	GC30	GC31	GC32			
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	0	0	0	0	0	0			

El resultado del análisis de contenido para CLU, muestra el aumento en la divulgación de la información relacionada con los requerimientos de gobierno corporativo previo a la emisión de una serie de obligación negociable. Esto se aprecia en la determinación de su IRGC 2010 comparado con su IRGC 2015, último índice de divulgación si hubiese emitido en el presente ejercicio 2016, según se indica en la Tabla 23:

Tabla 23. CENTRAL LANERA DEL URUGUAY (CLU) – IRGC 2015

		GC1	GC2	GC3	GC4	GC5	GC6	GC7	GC8	GC9	GC10	GC11	GC12	GC13	GC14	GC15	GC16	TOT	MAX	%
CLU	IRGC 2015	1	0	0	0	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	6,5	32	20,3%
		GC17	GC18	GC19	GC20	GC21	GC22	GC23	GC24	GC25	GC26	GC27	GC28	GC29	GC30	GC31	GC32			
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	0	0	0	0	0	0			

Justificación de la puntuación obtenida IRGC 2015:

Los requerimientos de información revelados en total cumplimiento de la normativa (valor 1) son:

- GC1: Se observó la publicación de los estados financieros anuales acompañado de informe de Auditoría Externa en la página web de la BVM en el mes de octubre, dentro del plazo de tres meses de finalizado el ejercicio económico.
- GC6: Se observó la publicación de los estados financieros semestrales acompañado de informe de Revisión Limitada en la página web de la BVM en el mes de marzo de 2015, dentro del plazo de dos meses de finalizado el primer semestre del ejercicio económico 2014-2015.
- GC7: Se observó la publicación de los estados financieros trimestrales acompañados de informe de Compilación en la página web de la BVM en los meses de noviembre 2014 y mayo 2015, dentro del mes siguiente a la finalización del primer y tercer trimestre del ejercicio económico 2014-2015.
- GC8: Se observó la divulgación de hechos relevantes respecto de los valores ofrecidos en el mes de mayo de 2015, sobre rescate anticipado de obligaciones negociables serie II emitidas en abril de 2011.
- GC9: Se observó la publicación del prospecto de emisión de la entidad en la página web de la BVM.
- GC10: Se observó la adopción y publicación de un código de ética en la página web del emisor.

El requerimiento de información revelado parcialmente (valor 0.5) es:

- GC26: En acta de asamblea general ordinaria se divulga la integración del directorio u órgano de administración, aunque no se incluye las condiciones para la designación. Esta información se extrajo de la página web de la BVM.

CONAPROLE (CON)

En términos generales divulga los requerimientos vinculados con la información financiera y con la información complementaria de la memoria anual. Explicita en su memoria anual un capítulo sobre política de Sustentabilidad y otro sobre Gobierno Corporativo, el cual incluye información sobre los órganos de ejecución y control, auditoría interna, sistema de gestión integrada, presupuesto y control presupuestal, retribución de directores, personal superior e integrantes de órganos del gobierno

corporativo, modificaciones en el personal superior y estructura de propiedad. Divulga en parte los requerimientos de las categorías relacionadas con la estructura de propiedad, de administración y control.

El resultado final de la divulgación de requerimientos de gobierno corporativo exigidos por el regulador del mercado de valores para CON – IRGC 2011 es de 23 puntos (71,9%), IRGC 2012 es de 23,5 puntos (73,4%), IRGC 2013 a 2015 es de 25,5 puntos (79,7%), según se indica en la Tabla 24.

Justificación de la puntuación obtenida IRGC 2011 a 2015:

Los requerimientos de información revelados en total cumplimiento de la normativa (valor 1) son:

- GC1: Se observó la publicación de los estados financieros anuales acompañado de informe de Auditoría Externa en la página web del BCU en el mes de octubre de cada año, dentro del plazo de tres meses de finalizado el ejercicio económico.
- GC2: Se observó la publicación del acta de asamblea que aprueba los estados contables en la página web del BCU en la segunda quincena del mes de noviembre de cada año, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico.
- GC3: Se observó la publicación de la memoria anual del Directorio en las páginas web del BCU e institucional en el mes de noviembre de cada año, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico.
- GC4: Se observó la publicación del informe del órgano de fiscalización en la página web del BCU en la primer quincena del mes de noviembre de cada año, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico.
- GC5: Se observó la publicación de la actualización de la calificación de riesgo en la página web del BCU en el mes de octubre de cada año, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico. Adicionalmente, publica actualización de la calificación de riesgo en mayo de cada año.
- GC6: Se observó la publicación de los estados financieros semestrales acompañado de informe de Revisión Limitada en la página web del BCU en los meses de febrero o marzo de cada año, dentro del plazo de dos meses de finalizado el primer semestre de cada ejercicio económico.
- GC7: Se observó la publicación de los estados financieros trimestrales acompañados de informe de Compilación en la página web del BCU en los meses de noviembre de cada año y mayo del siguiente, dentro del mes siguiente a la finalización del primer y tercer trimestre del ejercicio económico.

- GC8: Se observó la divulgación de hechos relevantes en la página web del BCU respecto de los valores ofrecidos en los años 2007 y 2011.
- GC9: Se observó la publicación de cada prospecto de emisión de la entidad en la página web del BCU.
- GC10: Se observó la adopción y publicación de un código de ética en la página web del emisor.
- GC11: El emisor cuenta con un Comité de Auditoría y Vigilancia integrado por tres miembros, dos de los cuales poseen formación financiero – contable pues cuentan con título universitario de Contador Público. El detalle se aprecia en el Anexo 1.
- GC12: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, los mecanismos de retribución de los directores, administradores, miembros del Comité de Auditoría y Vigilancia y personal superior.
- GC13: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, las incorporaciones, bajas o modificaciones del personal superior.
- GC14: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, la dimisión, destitución o sustitución del auditor externo (en caso de corresponder).
- GC15: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, los rescates anticipados de los valores emitidos (en caso de corresponder).
- GC16: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, los atraso en el pago de dividendos o cambios en la política de distribución de los mismos y atraso en el pago de amortizaciones o intereses de otros valores de oferta pública emitida por la sociedad (en caso de corresponder).
- GC17: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, la actualización de la calificación de riesgo de los valores emitidos.
- A partir del IRGC 2013, GC20: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, la nómina de los socios o accionistas que sean titulares de más del 10% del capital social de la entidad.
- GC21: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, los movimientos más significativos acaecidos durante el ejercicio en la estructura de propiedad.
- GC24: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, la existencia de reglamentos de asambleas de socios o accionistas (constitución y quórum, convocatoria, acceso anticipado a la información relevante, asistencia).
- GC26: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, la integración del directorio u órgano de administración, incluyendo las condiciones para la designación.
- GC27: El emisor cuenta con un Comité de Auditoría y Vigilancia integrado por tres miembros, dos de los cuales ocupan los cargos de Síndico y Director de

Auditoría Interna. En su memoria anual se divulga las responsabilidades del Comité de Auditoría y facultades de asesoramiento y consulta.

- A partir del IRGC 2013, GC29: En su memoria anual se divulga los principales aspectos que han sido tratados por la Dirección para su mejora continua. Mensualmente la auditoría interna genera un reporte para la Dirección y trimestralmente presenta su informe al Comité de Auditoría y Vigilancia, de quien depende jerárquicamente.
- GC31: En su memoria anual se divulga los mecanismos establecidos por la entidad para preservar la independencia del auditor.
- GC32: En su memoria anual se divulga el número de años que el auditor o firma de auditoría actual llevan de forma ininterrumpida realizando trabajos de auditoría para la entidad.

El requerimiento de información revelado parcialmente (valor 0.5) es:

- A partir del IRGC 2012, GC28: Número de reuniones que han mantenido los órganos de administración y de control durante el ejercicio. En su memoria anual se divulga el número de sesiones del órgano de administración y de la comisión fiscal, pero no del Comité de Auditoría y Vigilancia.

Tabla 24. CONAPROLE (CON) – IRGC 2011 a 2015

		GC1	GC2	GC3	GC4	GC5	GC6	GC7	GC8	GC9	GC10	GC11	GC12	GC13	GC14	GC15	GC16	TOT	MAX	%	
CON	IRGC 2011	GC1	GC2	GC3	GC4	GC5	GC6	GC7	GC8	GC9	GC10	GC11	GC12	GC13	GC14	GC15	GC16	23	32	71,9%	
		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1				
		GC17	GC18	GC19	GC20	GC21	GC22	GC23	GC24	GC25	GC26	GC27	GC28	GC29	GC30	GC31	GC32				
	1	0	0	0	1	0	0	1	0	1	1	0	0	0	0	1	1				
	IRGC 2012	GC1	GC2	GC3	GC4	GC5	GC6	GC7	GC8	GC9	GC10	GC11	GC12	GC13	GC14	GC15	GC16	23,5		73,4%	
		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1				
		GC17	GC18	GC19	GC20	GC21	GC22	GC23	GC24	GC25	GC26	GC27	GC28	GC29	GC30	GC31	GC32				
	1	0	0	0	1	0	0	1	0	1	1	0,5	0	0	0	1	1				
	IRGC 2013	GC1	GC2	GC3	GC4	GC5	GC6	GC7	GC8	GC9	GC10	GC11	GC12	GC13	GC14	GC15	GC16	25,5		79,7%	
		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1				
		GC17	GC18	GC19	GC20	GC21	GC22	GC23	GC24	GC25	GC26	GC27	GC28	GC29	GC30	GC31	GC32				
	1	0	0	1	1	0	0	1	0	1	1	0,5	1	0	0	1	1				
	IRGC 2014	GC1	GC2	GC3	GC4	GC5	GC6	GC7	GC8	GC9	GC10	GC11	GC12	GC13	GC14	GC15	GC16	25,5		79,7%	
		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1				
		GC17	GC18	GC19	GC20	GC21	GC22	GC23	GC24	GC25	GC26	GC27	GC28	GC29	GC30	GC31	GC32				
	1	0	0	1	1	0	0	1	0	1	1	0,5	1	0	0	1	1				
	IRGC 2015	GC1	GC2	GC3	GC4	GC5	GC6	GC7	GC8	GC9	GC10	GC11	GC12	GC13	GC14	GC15	GC16	25,5		79,7%	
		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1				
		GC17	GC18	GC19	GC20	GC21	GC22	GC23	GC24	GC25	GC26	GC27	GC28	GC29	GC30	GC31	GC32				
	1	0	0	1	1	0	0	1	0	1	1	0,5	1	0	0	1	1				

DUCSA (DUC)

En términos generales no se divulga los requerimientos vinculados con la información financiera, con la información complementaria de la memoria anual y con el informe de prácticas de gobierno corporativo. Cabe precisar que comienza a divulgar la memoria anual, estados financieros trimestrales, estados financieros semestrales, actas de asamblea, informes del síndico y demás hechos a partir del ejercicio 2012. Recién en su memoria anual 2013 refiere a requerimientos de Gobierno Corporativo. Adopta su código de conducta en octubre de 2013.

El resultado final de la divulgación de requerimientos de gobierno corporativo exigidos por el regulador del mercado de valores para DUC – IRGC 2011 es de 3 puntos (9,4%), según se indica en la Tabla 25.

Justificación de la puntuación obtenida IRGC 2011:

Los requerimientos de información revelados en total cumplimiento de la normativa (valor 1) son:

- GC1: Se observó la publicación de los estados financieros anuales acompañado de informe de Auditoría Externa en la página web de la BCU en el mes de febrero de 2012, dentro del plazo de tres meses de finalizado el ejercicio económico.
- GC5: Se observó la publicación de la actualización de la calificación de riesgo en la página web del BCU en el mes de abril 2012, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico. Adicionalmente, publica actualización de la calificación de riesgo en octubre de cada año.
- GC9: Se observó la publicación del prospecto de emisión de la entidad en la página web de la BCU.

Tabla 25. DUCSA (DUC) – IRGC 2011

																			TOT	MAX	%
DUC	IRGC 2011	GC1	GC2	GC3	GC4	GC5	GC6	GC7	GC8	GC9	GC10	GC11	GC12	GC13	GC14	GC15	GC16	3	32	9,4%	
		1	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0				
		GC17	GC18	GC19	GC20	GC21	GC22	GC23	GC24	GC25	GC26	GC27	GC28	GC29	GC30	GC31	GC32				
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0				

El resultado del análisis de contenido para DUC, muestra el aumento en la divulgación de la información relacionada con los requerimientos de gobierno corporativo previo a la emisión de una serie de obligación negociable. Esto se aprecia en la determinación de su IRGC 2011 comparado con su IRGC 2015, último índice de divulgación si hubiese emitido en el presente ejercicio 2016, según se indica en la Tabla 26:

Tabla 26. DUCSA (DUC) – IRGC 2015

																			TOT	MAX	%
DUC	IRGC 2015	GC1	GC2	GC3	GC4	GC5	GC6	GC7	GC8	GC9	GC10	GC11	GC12	GC13	GC14	GC15	GC16	28,5	32	89,1%	
		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1				
		GC17	GC18	GC19	GC20	GC21	GC22	GC23	GC24	GC25	GC26	GC27	GC28	GC29	GC30	GC31	GC32				
		1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	0,5	0	0	1	1				

Justificación de la puntuación obtenida IRGC 2015:

Los requerimientos de información revelados en total cumplimiento de la normativa (valor 1) son:

- GC1: Se observó la publicación de los estados financieros anuales acompañado de informe de Auditoría Externa en la página web de la BCU en el mes de febrero de 2016, dentro del plazo de tres meses de finalizado el ejercicio económico.
- GC2: Se observó la publicación del acta de asamblea que aprueba los estados contables en la página web del BCU en el mes de abril de 2016, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico.
- GC3: Se observó la publicación de la memoria anual del Directorio en las páginas web del BCU e institucional en el mes de marzo de 2016, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico.
- GC4: Se observó la publicación del informe del órgano de fiscalización en la página web del BCU en el mes de abril de 2016, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico.
- GC5: Se observó la publicación de la actualización de la calificación de riesgo en la página web del BCU en el mes de abril de 2016, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico. Adicionalmente, publica actualización de la calificación de riesgo en octubre de 2015.
- GC6: Se observó la publicación de los estados financieros semestrales acompañado de informe de Revisión Limitada en la página web del BCU en el mes de agosto de 2015, dentro del plazo de dos meses de finalizado el primer semestre de cada ejercicio económico.
- GC7: Se observó la publicación de los estados financieros trimestrales acompañados de informe de Compilación en la página web del BCU en los meses de abril y octubre de 2015, dentro del mes siguiente a la finalización del primer y tercer trimestre del ejercicio económico.
- GC8: Se observó la divulgación de hechos relevantes en la página web del BCU respecto de los valores ofrecidos en el año 2015.
- GC9: Se observó la publicación del prospecto de emisión de la entidad en la página web de la BCU.
- GC10: Se observó la adopción y publicación de un código de ética en la página web del emisor.
- GC11: El emisor cuenta con un Comité de Auditoría y Vigilancia integrado por tres miembros quienes poseen formación financiero – contable pues cuentan con título universitario de Contador Público. El detalle se aprecia en el Anexo 1.

- GC12: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, los mecanismos de retribución de los directores, administradores, miembros del Comité de Auditoría y Vigilancia y personal superior.
- GC13: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, las incorporaciones, bajas o modificaciones del personal superior.
- GC14: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, la dimisión, destitución o sustitución del auditor externo (en caso de corresponder).
- GC15: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, los rescates anticipados de los valores emitidos (en caso de corresponder).
- GC16: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, los atraso en el pago de dividendos o cambios en la política de distribución de los mismos y atraso en el pago de amortizaciones o intereses de otros valores de oferta pública emitida por la sociedad (en caso de corresponder).
- GC17: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, la actualización de la calificación de riesgo de los valores emitidos.
- GC18: A cuánto asciende el capital de la sociedad y las suscripciones pendientes de integración, señalando las fechas en que éstas deberán efectivizarse.
- GC19: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, las distintas clases de acciones y sus características.
- GC20: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, la nómina de los socios o accionistas que sean titulares de más del 10% del capital social de la entidad.
- GC21: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, los movimientos más significativos acaecidos durante el ejercicio en la estructura de propiedad.
- GC22: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, las disposiciones estatutarias en materia de elección, nombramiento, aceptación, evaluación, reelección, cese, revocación de los miembros de los órganos de administración y de control.
- GC23: El régimen de adopción de acuerdos sociales (mayorías, tipos de votos, mecanismos previstos para los acuerdos).
- GC25: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, las medidas adoptadas para fomentar la participación de los socios o accionistas en las asambleas.
- GC26: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, la integración del directorio u órgano de administración, incluyendo las condiciones para la designación.
- GC27: El emisor cuenta con un Comité de Auditoría y Vigilancia integrado por tres miembros, dos de los cuales ocupan los cargos de Auditor Interno y

Síndico. En su memoria anual se divulga las responsabilidades del Comité de Auditoría y facultades de asesoramiento y consulta.

- GC31: En su memoria anual se divulga los mecanismos establecidos por la entidad para preservar la independencia del auditor.
- GC32: En su memoria anual se divulga el número de años que el auditor o firma de auditoría actual llevan de forma ininterrumpida realizando trabajos de auditoría para la entidad.

El requerimiento de información revelado parcialmente (valor 0.5) es:

- GC28: Número de reuniones que han mantenido los órganos de administración y de control durante el ejercicio. En su memoria anual se divulga el número de sesiones del órgano de administración, pero no del Comité de Auditoría y Vigilancia.

HIPICA RIOPLATENSE URUGUAY S.A. (HRU)

En términos generales divulga los requerimientos vinculados con la información financiera (estados financieros trimestrales, semestrales y anuales, informe del órgano fiscalizador, acta de asamblea, calificación de riesgo y memoria anual). A partir de la memoria anual 2013 se explicitan requerimientos sobre miembros del directorio, personal de alta gerencia, pago de dividendos o distribución de utilidades y un apartado sobre gobierno corporativo donde se informa sobre la adopción de prácticas de gobierno corporativo durante el ejercicio y la conformación y nómina del Comité de Auditoría y Vigilancia. En su página web publica el Código de Ética vigente desde el año 2013. Divulga en parte los requerimientos de las categorías relacionadas con la memoria anual y estructura de propiedad, de administración y control.

El resultado final de la divulgación de requerimientos de gobierno corporativo exigidos por el regulador del mercado de valores para HRU – IRGC 2010 y 2011 es de 12 puntos (37,5%), según se indica en la Tabla 27.

Justificación de la puntuación obtenida IRGC 2010 y 2011:

Los requerimientos de información revelados en total cumplimiento de la normativa (valor 1) son:

- GC1: Se observó la publicación de los estados financieros anuales acompañado de informe de Auditoría Externa en la página web del BCU en el mes de marzo de cada año, dentro del plazo de tres meses de finalizado el ejercicio económico.
- GC2: Se observó la publicación del acta de asamblea que aprueba los estados contables en la página web del BCU en el mes de abril de cada año, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico.
- GC3: Se observó la publicación de la memoria anual del Directorio en la página web del BCU en el mes de abril de cada año, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico.
- GC4: Se observó la publicación del informe del órgano de fiscalización en la página web del BCU en el mes de abril de cada año, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico.
- GC5: Se observó la publicación de la actualización de la calificación de riesgo en la página web del BCU en el mes de abril de cada año, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico. Adicionalmente, publica actualización de la calificación de riesgo en los meses de julio y noviembre de cada año.
- GC6: Se observó la publicación de los estados financieros semestrales acompañado de informe de Revisión Limitada en la página web del BCU en los meses de agosto de cada año, dentro del plazo de dos meses de finalizado el primer semestre de cada ejercicio económico.
- GC7: Se observó la publicación de los estados financieros trimestrales acompañados de informe de Compilación en la página web del BCU en los meses de abril y octubre de cada año, dentro del mes siguiente a la finalización del primer y tercer trimestre del ejercicio económico.
- GC8: Se observó la divulgación de hechos relevantes en la página web del BCU respecto de los valores ofrecidos en los años 2010 y 2011.
- GC9: Se observó la publicación de cada prospecto de emisión de la entidad en la página web del BCU.
- GC15: Se observó la publicación de rescates anticipados de valores emitidos en la página web del BCU, en febrero de 2010.
- GC17: Se observó la actualización de la calificación de riesgo de los valores emitidos en la página web del BCU.
- GC20: Se observó la divulgación de la nómina de los socios o accionistas que sean titulares de más del 10% del capital social de la entidad en la página web del BCU.

Tabla 27. HIPICA RIOPLATENSE URUGUAY S.A. (HRU) – IRGC 2010 y 2011

																		TOT	MAX	%
HRU	IRGC 2010	GC1	GC2	GC3	GC4	GC5	GC6	GC7	GC8	GC9	GC10	GC11	GC12	GC13	GC14	GC15	GC16	12	32	37,5%
		1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	1	0			
		GC17	GC18	GC19	GC20	GC21	GC22	GC23	GC24	GC25	GC26	GC27	GC28	GC29	GC30	GC31	GC32			
		1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
	IRGC 2011	GC1	GC2	GC3	GC4	GC5	GC6	GC7	GC8	GC9	GC10	GC11	GC12	GC13	GC14	GC15	GC16	12		37,5%
		1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	1	0			
		GC17	GC18	GC19	GC20	GC21	GC22	GC23	GC24	GC25	GC26	GC27	GC28	GC29	GC30	GC31	GC32			
		1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			

El resultado del análisis de contenido para HRU, muestra el aumento en la divulgación de la información relacionada con los requerimientos de gobierno corporativo previo a la emisión de una serie de obligación negociable. Esto se aprecia en la determinación de sus IRGC 2010 y 2011 comparado con su IRGC 2015, último índice de divulgación si hubiese emitido en el presente ejercicio 2016, según se indica en la Tabla 28:

Tabla 28. HIPICA RIOPLATENSE URUGUAY S.A. (HRU) – IRGC 2015

																		TOT	MAX	%
HRU	IRGC 2015	GC1	GC2	GC3	GC4	GC5	GC6	GC7	GC8	GC9	GC10	GC11	GC12	GC13	GC14	GC15	GC16	20,5	32	64,1%
		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1			
		GC17	GC18	GC19	GC20	GC21	GC22	GC23	GC24	GC25	GC26	GC27	GC28	GC29	GC30	GC31	GC32			
1	0	0	1	1	0	0	0	0	0	1	1	0	0,5	0	0	0				

Justificación de la puntuación obtenida IRGC 2015:

Los requerimientos de información revelados en total cumplimiento de la normativa (valor 1) son:

- GC1: Se observó la publicación de los estados financieros anuales acompañado de informe de Auditoría Externa en la página web del BCU en el mes de marzo de 2016, dentro del plazo de tres meses de finalizado el ejercicio económico.
- GC2: Se observó la publicación del acta de asamblea que aprueba los estados contables en la página web del BCU en el mes de abril de 2016, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico.
- GC3: Se observó la publicación de la memoria anual del Directorio en la página web del BCU en el mes de abril de 2016, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico.
- GC4: Se observó la publicación del informe del órgano de fiscalización en la página web del BCU en el mes de abril de 2016, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico.
- GC5: Se observó la publicación de la actualización de la calificación de riesgo en la página web del BCU en el mes de abril de 2016, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico. Adicionalmente, publica actualización de la calificación de riesgo en el mes de noviembre de 2015.
- GC6: Se observó la publicación de los estados financieros semestrales acompañado de informe de Revisión Limitada en la página web del BCU en los meses de agosto de 2015, dentro del plazo de dos meses de finalizado el primer semestre de cada ejercicio económico.
- GC7: Se observó la publicación de los estados financieros trimestrales acompañados de informe de Compilación en la página web del BCU en los meses de abril y octubre de 2015, dentro del mes siguiente a la finalización del primer y tercer trimestre del ejercicio económico.
- GC8: Se observó la divulgación de hechos relevantes en la página web del BCU respecto de los valores ofrecidos en el mes de mayo de 2015.
- GC9: Se observó la publicación de cada prospecto de emisión de la entidad en la página web del BCU.
- GC10: Se observó la adopción y publicación de un código de ética en la página web del emisor.
- GC11: El emisor cuenta con un Comité de Auditoría y Vigilancia integrado por cuatro miembros, dos de los cuales poseen formación financiero – contable pues cuentan con título universitario de Licenciado en Administración de Empresas. Los restantes dos no se divulga su profesión. El detalle se aprecia en el Anexo 1.

- GC12: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, los mecanismos de retribución de los directores, administradores, miembros del Comité de Auditoría y Vigilancia y personal superior.
- GC13: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, las incorporaciones, bajas o modificaciones del personal superior.
- GC15: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, los rescates anticipados de los valores emitidos (en caso de corresponder).
- GC16: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, los atraso en el pago de dividendos o cambios en la política de distribución de los mismos y atraso en el pago de amortizaciones o intereses de otros valores de oferta pública emitida por la sociedad (en caso de corresponder).
- GC17: Se observó la actualización de la calificación de riesgo de los valores emitidos en la página web del BCU.
- GC20: Se observó la divulgación de la nómina de los socios o accionistas que sean titulares de más del 10% del capital social de la entidad en la página web del BCU.
- GC21: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, los movimientos más significativos acaecidos durante el ejercicio en la estructura de propiedad.
- GC26: Se observó dentro de la información complementaria de la memoria anual, la integración del directorio u órgano de administración, incluyendo las condiciones para la designación.
- GC27: El emisor cuenta con un Comité de Auditoría y Vigilancia integrado por cuatro miembros ejecutivos con facultades de asesoramiento y consulta. El detalle se aprecia en el Anexo 1.

El requerimiento de información revelado parcialmente (valor 0.5) es:

- GC29: Las principales recomendaciones emitidas por el Comité de Auditoría y Vigilancia y por el Área de Auditoría Interna. Solo divulga en su memoria anual que ha presentado el informe anual al Directorio.

RUNTUNA S.A. (RUN)

En términos generales, en el año 2009 no se divulga los requerimientos vinculados con la información financiera, con la información complementaria de la memoria anual y con el informe de prácticas de gobierno corporativo. Respecto del año 2014 se aprecian mejoras, divulga en parte los requisitos vinculados con la información

financiera (estados financieros, informe del órgano fiscalizador, acta de asamblea, calificación de riesgo y memoria anual), aunque en su memoria anual no se explicita temas de gobierno corporativo. En su página web no se publica el Código de Ética. No se revela la existencia de un comité de auditoría en las páginas web institucional, BCU ni BVM.

El resultado final de la divulgación de requerimientos de gobierno corporativo exigidos por el regulador del mercado de valores para RUN – IRGC 2009 es de 5 puntos (15,6%) y el IRGC 2014 es de 10 puntos (31,3%), según se indica en la Tabla 29.

Justificación de la puntuación obtenida IRGC 2009 y 2014:

Los requerimientos de información revelados en total cumplimiento de la normativa (valor 1) son:

- GC1: Se observó la publicación de los estados financieros anuales acompañado de informe de Auditoría Externa en la página web del BCU en el mes de marzo de cada año, dentro del plazo de tres meses de finalizado el ejercicio económico.
- A partir del IRGC 2014, GC2: Se observó la publicación del acta de asamblea que aprueba los estados contables en la página web del BCU en el mes de abril de 2015, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico.
- A partir del IRGC 2014, GC3: Se observó la publicación de la memoria anual del Directorio en la página web del BCU en el mes de abril de 2015, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado el ejercicio económico.
- A partir del IRGC 2014, GC4: Se observó la publicación del informe del órgano de fiscalización en la página web del BCU en el mes de abril de 2015, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico.
- GC5: Se observó la publicación de la actualización de la calificación de riesgo en la página web del BCU en el mes de abril de cada año, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico. Adicionalmente, publica actualización de la calificación de riesgo en el mes de noviembre de cada año.
- A partir del IRGC 2014, GC6: Se observó la publicación de los estados financieros semestrales acompañado de informe de Revisión Limitada en la página web del BCU en el mes de agosto de 2014, dentro del plazo de dos meses de finalizado el primer semestre de cada ejercicio económico.

- A partir del IRGC 2014, GC7: Se observó la publicación de los estados financieros trimestrales acompañados de informe de Compilación en la página web del BCU en los meses de abril y octubre de 2014, dentro del mes siguiente a la finalización del primer y tercer trimestre del ejercicio económico.
- GC9: Se observó la publicación de cada prospecto de emisión de la entidad en la página web del BCU.
- GC17: Se observó la actualización de la calificación de riesgo de los valores emitidos en la página web del BCU.
- GC20: Se observó la divulgación de la nómina de los socios o accionistas que sean titulares de más del 10% del capital social de la entidad en la página web del BCU.

Tabla 29. RUNTUNA S.A. (RUN) – IRGC 2009 y 2014

		GC1	GC2	GC3	GC4	GC5	GC6	GC7	GC8	GC9	GC10	GC11	GC12	GC13	GC14	GC15	GC16	TOT	MAX	%
RUN	IRGC 2009	1	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	5	32	15,6%
		GC17	GC18	GC19	GC20	GC21	GC22	GC23	GC24	GC25	GC26	GC27	GC28	GC29	GC30	GC31	GC32			
	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10	31,3%		
	IRGC 2014	GC1	GC2	GC3	GC4	GC5	GC6	GC7	GC8	GC9	GC10	GC11	GC12	GC13	GC14	GC15				GC16
	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	11		34,4%
	GC17	GC18	GC19	GC20	GC21	GC22	GC23	GC24	GC25	GC26	GC27	GC28	GC29	GC30	GC31	GC32				
1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0				

El resultado del análisis de contenido para RUN, muestra el aumento en la divulgación de la información relacionada con los requerimientos de gobierno corporativo previo a la emisión de una serie de obligación negociable. Esto se aprecia en la determinación de sus IRGC 2009 y 2014 comparado con su IRGC 2015, último índice de divulgación si hubiese emitido en el presente ejercicio 2016, según se indica en la Tabla 30:

Tabla 30. RUNTUNA S.A. (RUN) – IRGC 2015

		GC1	GC2	GC3	GC4	GC5	GC6	GC7	GC8	GC9	GC10	GC11	GC12	GC13	GC14	GC15	GC16	TOT	MAX	%
RUN	IRGC 2015	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	11	32	34,4%
		GC17	GC18	GC19	GC20	GC21	GC22	GC23	GC24	GC25	GC26	GC27	GC28	GC29	GC30	GC31	GC32			
		1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			

Justificación de la puntuación obtenida IRGC 2015:

Los requerimientos de información revelados en total cumplimiento de la normativa (valor 1) son:

- GC1: Se observó la publicación de los estados financieros anuales acompañado de informe de Auditoría Externa en la página web del BCU en el mes de marzo de 2016, dentro del plazo de tres meses de finalizado el ejercicio económico.
- GC2: Se observó la publicación del acta de asamblea que aprueba los estados contables en la página web del BCU en el mes de abril de 2016, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico.
- GC3: Se observó la publicación de la memoria anual del Directorio en la página web del BCU en el mes de abril de 2016, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado el ejercicio económico.
- GC4: Se observó la publicación del informe del órgano de fiscalización en la página web del BCU en el mes de abril de 2016, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico.
- GC5: Se observó la publicación de la actualización de la calificación de riesgo en la página web del BCU en el mes de abril de 2016, dentro del plazo de cuatro meses de finalizado cada ejercicio económico. Adicionalmente, publica actualización de la calificación de riesgo en el mes de noviembre de 2015.
- GC6: Se observó la publicación de los estados financieros semestrales acompañado de informe de Revisión Limitada en la página web del BCU en el mes de agosto de 2015 dentro del plazo de dos meses de finalizado el primer semestre de cada ejercicio económico.
- GC7: Se observó la publicación de los estados financieros trimestrales acompañados de informe de Compilación en la página web del BCU en los meses de abril y octubre de 2015, dentro del mes siguiente a la finalización del primer y tercer trimestre del ejercicio económico.
- GC8: Se observó la divulgación de hechos relevantes en la página web del BCU respecto de los valores ofrecidos en los meses de junio, julio y diciembre de 2015, sobre observaciones formuladas por la Auditoría Interna de la Nación, rescate anticipado de obligaciones negociables serie 1 y comunicación de sanción impuesta por el BCU.
- GC9: Se observó la publicación de cada prospecto de emisión de la entidad en la página web del BCU.
- GC17: Se observó la actualización de la calificación de riesgo de los valores emitidos en la página web del BCU.
- GC20: Se observó la divulgación de la nómina de los socios o accionistas que sean titulares de más del 10% del capital social de la entidad en la página web del BCU.

Finalizado el cálculo de los IRGC por empresa previo a la emisión de una serie de obligación negociable, se obtuvo una de las variables explicativas del estudio estadístico. Adicionalmente, se aprecia en la determinación de los IRGC para cada empresa / año de emisión comparado con el IRGC 2015 un aumento en la divulgación de la información relacionada con los requerimientos de gobierno corporativo, según se indica en la Tabla 31:

Tabla 31. IRGC por año de emisión vs. 2015

Empresa / Año IRGC	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CENTRAL LANERA		14,1%					20,3%
CONAPROLE			71,9%	73,4%	79,7%	79,7%	79,7%
DUCSA			9,4%				89,1%
HRU		37,5%	37,5%				64,1%
RUNTUNA	15,6%					31,3%	34,4%

En tal sentido, se observa que CENTRAL LANERA obtiene una exigua evolución del IRGC consecuencia del cumplimiento adicional de 2 de los 11 requerimientos vinculados con la categoría de información financiera. Su escaso avance se debe a que no explicita temas de gobierno corporativo en su memoria anual, solo se limita a cumplir con la presentación de información financiera y a divulgar su código de ética en su página institucional.

Respecto de CONAPROLE se observa un estancamiento en la evolución de su IRGC desde el año 2013.

Por su parte, DUCSA es la empresa que obtiene la mejor evolución del IRGC derivado del cumplimiento integral de las categorías vinculadas a la información financiera e información complementaria de la memoria anual. Le restaría cumplir con 3,5 requerimientos relacionados con la estructura de propiedad y de administración y control para alcanzar la excelencia en el IRGC.

En la misma línea, HRU muestra una evolución favorable en el IRGC procedente del cumplimiento integral de la categoría de información financiera, adicional de 3 de los 6 requerimientos vinculados con la información complementaria de la memoria anual

y 2,5 de 5 relacionados con la estructura de administración y control. Es a partir de la memoria anual del año 2013 en que la empresa comienza a incrementar la divulgación de requerimientos sobre gobierno corporativo.

Por último, RUNTUNA es imperceptible el crecimiento obtenido en su IRGC, su progreso está asociado al cumplimiento adicional de requerimientos vinculados con la categoría de información financiera, pero nada explícita sobre temas de gobierno corporativo en su memoria anual.

2.4.2.2. El IRGC y su vinculación con el papel del comité de auditoría

En este apartado se analiza el papel del comité de auditoría en los 5 emisores de obligaciones negociables no financieros del sector privado seleccionados, para determinar si los mayores IRGC 2015 se vinculan con mejores comité de auditoría. Según la OCDE (2005), el comité de auditoría debería depender directamente del Consejo, tener una función de asesoramiento y estar integrado al menos por dos miembros no ejecutivos del Consejo y de otros representantes designados por la Asamblea General Anual, uno de los cuales será el presidente.

En tal sentido, se procedió a la recolección de la información requerida por las normas a los emisores de valores de oferta pública, para lo cual se accedió a la información divulgada en las memorias anuales, páginas web institucionales, profesionales y del BCU. A partir de la misma, se realizó el análisis y la interpretación de los resultados, considerando los siguientes temas relevantes, según se detalla en la Tabla 32:

Tabla 32. Temas relevantes para el análisis del papel del comité de auditoría

1	La existencia de un comité de auditoría
2	La independencia del presidente del comité de auditoría
3	La experiencia de los miembros del comité de auditoría
4	La estructura del comité de auditoría
5	La posición de la comité de auditoría dentro de la empresa
6	La independencia del comité de auditoría
7	Las responsabilidades del comité de auditoría
8	Las principales recomendaciones emitidas por el comité de auditoría
9	El número de sesiones anuales del comité de auditoría

A continuación, se expone los resultados del análisis del papel del comité de auditoría en las empresas emisoras de obligaciones negociables del sector privado no financiero:

1. Respecto a la divulgación de la existencia de un comité de auditoría, no se evidencia la existencia de un comité de auditoría en 2 (40%) de las 5 empresas (CENTRAL LANERA y RUNTUNA), así lo demuestra la información revelada de sus memorias anuales y la página mercado de valores del BCU. Cabe considerar que la empresa RUNTUNA si revela en la página del BCU la existencia de un síndico. El resto de las empresas, CONAPROLE, DUCSA y HRU, las de mayor IRGC 2015, si cuentan y revelan la existencia de un comité de auditoría, según se detalla en la Tabla 33:

Tabla 33. Divulgación de existencia de un comité de auditoría

<i>Existencia</i>		
Se divulga la existencia de un comité de auditoría	3 de 5	60%
No se divulga información sobre el comité de auditoría	2 de 5	40%

Para el análisis de los restantes temas sobre el papel del comité de auditoría, se elimina las 2 empresas que no divulgan sobre este órgano de vigilancia.

2. En cuanto a la independencia del presidente del comité de auditoría, se indica en la Tabla 34 que no hay información disponible al respecto en 2 (67%) de las 3 empresas (DUCSA y HRU), en ellas no se identifica al presidente del comité. El restante caso (CONAPROLE), el presidente del comité de auditoría es independiente y sus otros miembros revisten cargos en auditoría interna y comisión fiscal. Dentro de las 2 empresas sin identificación del presidente, DUCSA cuentan con un comité de auditoría independiente y divulga que dos de sus tres integrantes revisten los cargos de auditor interno y síndico, mientras que en HRU la integración total del comité de auditoría forma parte de la dirección ejecutiva de la empresa. El detalle se aprecia en el Anexo 1.

Tabla 34. Independencia del presidente del comité de auditoría

<i>Independencia del presidente</i>		
El presidente del comité de auditoría es independiente	1 de 3	33%
No se identifica al presidente del comité de auditoría	2 de 3	67%

3. Respecto de la experiencia de los miembros del comité de auditoría, la necesidad de contar con un experto financiero dentro del comité con conocimientos de contabilidad y finanzas, es reconocida a nivel internacional por la Ley *Sarbanes Oxley* (SOX, 2002) y Códigos Combinados de Gobierno Corporativo (*Cadbury*, 1992). En tal sentido, se aprecia que la totalidad de las empresas poseen al menos un integrante dentro de su órgano de vigilancia con conocimientos en contabilidad, finanzas o auditoría. CONAPROLE cuenta con dos de sus tres integrantes con conocimientos en contabilidad y finanzas pues cuentan con título de Contador Público, en DUSCA sus tres integrantes posee conocimientos en contabilidad y finanzas, y HRU dos de sus cuatro integrantes poseen conocimientos en contabilidad y finanzas pues cuentan con título de Licenciado en Administración de Empresas, según se indica en la Tabla 35:

Tabla 35. Experiencia de los miembros del comité de auditoría

<i>Conocimientos en contabilidad, finanzas o auditoría</i>		
Dos de sus tres integrantes son Contadores Públicos	1 de 3	33,3%
Dos de sus cuatro integrantes son Licenciados en Administración. El resto no divulga profesión	1 de 3	33,3%
Sus tres integrantes son Contadores Públicos	1 de 3	33,3%
No poseen conocimientos contable financiero	0 de 3	0%

4. En relación a la estructura del comité de auditoría, si bien los Códigos Combinados de Gobierno Corporativo refieren a un número óptimo de tres a seis miembros, los principios de gobierno corporativo de la OCDE recomiendan que el comité esté compuesto por un número suficiente de consejeros no ejecutivos que sean capaces de tener un juicio independiente sobre la información financiera y no financiera. En tal sentido, se aprecia que la totalidad de las empresas publican la estructura del comité de auditoría. CONAPROLE posee un comité de auditoría que consta de dos miembros y el presidente, DUCSA y HRU publican que el comité consta de tres y cuatro miembros respectivamente, según se indica en la Tabla 36:

Tabla 36. Estructura del comité de auditoría

<i>Composición</i>		
Comité de auditoría con dos miembros y el presidente	1 de 3	33,3%
Comité de auditoría con tres miembros	1 de 3	33,3%
Comité de auditoría con cuatro miembros	1 de 3	33,3%

5. Respecto de la posición del comité de auditoría dentro de la empresa, se aprecia que la totalidad de las empresas tienen comités de auditoría en carácter de asesor y reportan sus actividades al órgano de administración.
6. En referencia a la independencia del comité de auditoría, los Códigos Combinados de Gobierno Corporativo refieren a que dicho órgano deben estar compuestos por al menos tres miembros no ejecutivos. Asimismo, la presencia de directores independientes dentro de los directores no ejecutivos constituye otra recomendación con la finalidad de asegurar que los directores se encuentren libres de toda relación empresarial que pueda interferir sustancialmente con su independencia de juicio en cuestiones de estrategia, rendimiento, recursos, nombramientos decisivos y normas de conducta. En tal sentido, se aprecia que 2 (67%) de las 3 empresas (CONAPROLE y DUCSA) cuentan con un comité de auditoría cuyos miembros son no ejecutivos, sin embargo HRU cuenta con un comité integrado en su totalidad por miembros ejecutivos, según se indica en la Tabla 37:

Tabla 37. Independencia del comité de auditoría

<i>Independencia</i>		
Comité de auditoría cuyos miembros son no ejecutivos	2 de 3	67%
Comité de auditoría cuyos miembros son ejecutivos	1 de 3	33%

7. Respecto de la información en relación con las responsabilidades del comité de auditoría, se aprecia que 1 (33,3%) de las 3 empresas (CONAPROLE) publican en sus memorias anuales una breve descripción de los objetivos, las responsabilidades atribuidas y facultades de asesoramiento y consulta. Sin embargo, DUCSA hace referencia a que el funcionamiento del comité de auditoría se rige por reglamento interno aprobado por el directorio en 2013 y HRU no divulgan las responsabilidades atribuidas en su memoria anual.
8. En cuanto al tema de las principales recomendaciones emitidas por el comité de auditoría, DUCSA no divulga informe anual al directorio con sus principales hechos, conclusiones y recomendaciones, HRU si ha presentado el informe anual al directorio y CONAPROLE divulga en su memoria anual los principales aspectos que han sido tratados por la dirección para su mejora continua, según se indica en la Tabla 38:

Tabla 38. Principales recomendaciones emitidas por el comité de auditoría

<i>Recomendaciones</i>		
Divulga en su memoria anual los principales aspectos tratados por la dirección	1 de 3	33,3%
Divulgan que han presentado el informe anual al directorio	1 de 3	33,3%
No divulgan informe anual al directorio con sus principales recomendaciones	1 de 3	33,3%

9. Respecto del número de sesiones regulares del comité de auditoría, los Códigos Combinados de Gobierno Corporativo informan que los comités de auditoría para un correcto desempeño de sus funciones requieren la realización de al menos 2 sesiones regulares anuales. En tal sentido, se aprecia que las 3 empresas (CONAPROLE, DUCSA y HRU) no divulgan la cantidad de sesiones que ha mantenido el órgano de vigilancia durante el ejercicio, según se indica en la Tabla 39. Sin embargo, CONAPROLE y DUCSA divulgan en sus memorias anuales la cantidad de sesiones que ha mantenido el órgano de administración y la comisión fiscal.

Tabla 39. Número de sesiones anuales del comité de auditoría

Número de sesiones regulares		
Divulga en su memoria anual al menos 2 sesiones realizadas	0 de 3	0%
No divulga la cantidad de sesiones realizadas en el ejercicio	3 de 3	100%

Finalizado el análisis e interpretación de los resultados sobre el papel del comité de auditoría, se aprecia que las mejores consideraciones en sus nueve aspectos relevantes se relacionan con los mayores IRGC 2015. Las empresas que no divulgan sobre este órgano de vigilancia son las que se relacionan con IRGC 2015 bajos, caso de CENTRAL LANERA (20,3%) y RUNTUNA (34,4%), mientras que las empresas que divulgan en gran medida aspectos relevantes del comité de auditoría se relacionan con los mayores IRGC 2015, caso de HRU (64,1%), CONAPROLE (79,7%) y DUCSA (89,1%), según se indica en la Tabla 40:

Tabla 40. Divulgación del Comité de Auditoría

Empresa	IRGC 2015	Divulgan Comité Auditoría
CENTRAL LANERA	20,3%	NO
CONAPROLE	79,7%	SI
DUCSA	89,1%	SI
HRU	64,1%	SI
RUNTUNA	34,4%	NO

En la siguiente sección se definirá la variable DESVTASA, para realizar la correlación correspondiente.

2.4.2.3. Correlación entre IRGC y DESVTASA

Para comprobar la hipótesis de investigación se debe determinar si la divulgación de los requerimientos de gobierno corporativo se relaciona con el costo de capital proveniente de la emisión de deuda en empresas uruguayas.

Llevar adelante este análisis requiere la definición y cálculo de dos variables:

- El IRGC por empresa / año de emisión (variable independiente), calculado en la sección anterior por medio del análisis de contenido. Para la correlación se considera el logaritmo neperiano de la sumatoria de valores entre 0 y 1 asignados a los treinta dos requisitos dividido el total de requisitos (32).
- El subrogado del costo de capital, definido en este estudio como DESVTASA (variable dependiente). Para la correlación se considera el logaritmo neperiano de la diferencia entre la Tasa Media de Empresas de Intermediación Financiera y la Tasa de Emisión de la Obligación Negociable.

Respecto del cálculo de la variable DESVTASA se considera:

- La Tasa Media de Empresas de Intermediación Financiera extraída del BCU, en dólares americanos, para empresas grandes y medianas, por un capital $\geq 2.000.000$ UI y para préstamos con plazo ≥ 367 días. Se considera la tasa media vigente inmediata anterior a la fecha de emisión. Si bien existe en el sector financiero local otras tasas disponibles, se considera razonable para este estudio tomar aquella que contemple en forma simultánea las características de plazo, monto, tipo de empresa y moneda.
- La Tasa de Emisión de la Obligación Negociable, en dólares americanos, obtenida de la lectura del prospecto de emisión publicado en la página web del BCU. Si el prospecto señala cambios de tasa durante la vigencia del producto, se toma el promedio simple de tasa del período. Si el prospecto señala una tasa variable lineal (Libor más tasa lineal) se toma la tasa Libor inmediata anterior a la fecha de emisión para luego adicionarla a la lineal. Por último, si el prospecto señala considerar una tasa compensatoria no menor a un piso o no mayor a un máximo, se toma en consideración para el cálculo de corresponder.

En la Tabla 41 se muestra el resultado del cálculo de las variables IRGC y DESVTASA para las 17 observaciones.

Tabla 41. Cálculo de la variable DESVTASA

	Institución	Fecha Emisión	IRGC	In IRGC	Tasa media BCU	Tasa emisión	Diferencia de Tasas	log DESVTASA
1	CENTRAL LANERA	07/04/2011	14,1%	-0,852	9,61%	6%	3,61%	-1,442
2	CONAPROLE	22/06/2012	71,9%	-0,143	10,09%	2,75%	7,34%	-1,134
3	CONAPROLE	20/09/2012	71,9%	-0,143	9,16%	4%	5,16%	-1,288
4	CONAPROLE	22/03/2013	73,4%	-0,134	11,08%	3,75%	7,33%	-1,135
5	CONAPROLE	24/09/2013	73,4%	-0,134	8,78%	3,75%	5,03%	-1,298
6	CONAPROLE	24/03/2014	79,7%	-0,099	8,99%	3,50%	5,49%	-1,260
7	CONAPROLE	24/09/2014	79,7%	-0,099	9,33%	4,13%	5,20%	-1,284
8	CONAPROLE	23/12/2014	79,7%	-0,099	9,35%	2%	7,35%	-1,134
9	CONAPROLE	24/03/2015	79,7%	-0,099	8,87%	2%	6,87%	-1,163
10	CONAPROLE	24/06/2015	79,7%	-0,099	10,72%	2%	8,72%	-1,060
11	CONAPROLE	23/09/2015	79,7%	-0,099	9,94%	3,58%	6,35%	-1,197
12	CONAPROLE	23/12/2015	79,7%	-0,099	9,04%	2%	7,04%	-1,152
13	DUCSA	07/12/2012	9,4%	-1,028	9,84%	4%	5,84%	-1,233
14	HRU	30/11/2011	37,5%	-0,426	10,39%	6%	4,39%	-1,357
15	HRU	30/11/2012	37,5%	-0,426	9,22%	4,75%	4,47%	-1,350
16	RUNTUNA	08/07/2010	15,6%	-0,806	11,72%	7%	4,72%	-1,326
17	RUNTUNA	10/07/2015	31,3%	-0,505	10,45%	5,75%	4,70%	-1,328

Obtenidas las variables, se realiza el procedimiento de correlación del coeficiente de Pearson (r) utilizando *Stata*.

Los resultados obtenidos en primera instancia muestran la existencia de un *outlier* significativo que afecta la curva. El mismo se corresponde con DUCSA que obtiene el menor IRGC (9,4%) y un DESVTASA (5,84%) que califica entre las 8 observaciones con mayor diferencial de tasa, sin duda un valor extremo que afecta los resultados del análisis.

Se recuerda que se busca analizar si la relación entre las variables cumple necesariamente con los cuatro supuestos que sustentan una correlación de Pearson, de lo contrario los resultados no serán válidos. La solución fue sacar el dato que no sigue el patrón usual, con lo cual los datos verifican el supuesto 2 (existencia de una relación lineal entre sus variables), el supuesto 3 (no hay valores extremos significativos) y el supuesto 4 (sus dos variables siguen aproximadamente

una distribución normal para establecer la significancia estadística de la correlación de Pearson).

Los resultados de la correlación y el diagrama de dispersión del programa estadístico *Stata*, se indican en la Tabla 42 y Figura 2:

Tabla 42. Resultados de la correlación de Pearson

Variable 1	log DESVTASA
Variable 2	ln IRGC
Correlación	0.7418
Significación	0.0010
Observaciones	16

Se aprecia en la tabla anterior: (1) el coeficiente de correlación de Pearson; (2) el nivel de significación estadística; y (3) el tamaño de muestra. Estas tres piezas de información se explican con más detalle a continuación:

- (1) El coeficiente de correlación de Pearson (r), demuestra la fuerza y la dirección de la asociación entre las dos variables, IRGC y DESVTASA. El coeficiente dio como resultado un $r = 0,7418$. El signo del coeficiente es positivo, lo cual expresa que existe una correlación positiva entre la calidad de la información de gobierno corporativo y el desvío de tasa, considerada esta última como la diferencia entre la tasa media de empresas de intermediación financiera y la tasa de emisión de la obligación negociable; es decir, a valores más altos de IRGC están asociados / relacionados con mayor diferencial de tasas. Esto significa que a mayor calidad de información de gobierno corporativo divulgada, menor es la tasa de emisión en relación a la tasa promedio de mercado.

La magnitud del coeficiente de correlación de Pearson determina la fuerza de la correlación. Aunque no hay reglas para asignar la potencia de la asociación

de valores particulares, algunas pautas generales son proporcionadas por Cohen (1988):

$0.1 < r < .3$	Correlación débil
$0.3 < r < .5$	Correlación moderada
$ r > .5$	Correlación fuerte

Donde $|r|$ significa el valor absoluto. En este estudio como el coeficiente $r = 0,7418$ sugiere una fuerte correlación positiva.

Adicionalmente, es conveniente calcular el coeficiente de determinación (R^2), estadístico frecuentemente usado en el contexto de un modelo estadístico cuyo principal propósito es predecir futuros resultados o probar una hipótesis. El coeficiente determina la calidad del modelo para replicar los resultados, y la proporción de variación de los resultados que puede explicarse por el modelo (Steel y Torrie, 1960). El coeficiente de determinación se calcula como el cuadrado del coeficiente de correlación (r^2), aplicado a nuestro estudio, se encuentra un coeficiente de determinación $r^2 = 0,55$, es decir, 55% de explicación estadística, no causal.

- (2) El nivel de significación estadística (valor p) del coeficiente de correlación en este estudio es de $p = 0,0010$, lo que significa que existe una relación estadísticamente significativa al 1% entre las dos variables: divulgación de los requisitos de gobierno corporativo (IRGC) y desvío de tasa (DESVTASA).
- (3) El tamaño de la muestra, $n = 16$, certifica el número final de observaciones luego de eliminar el *outlier* significativo, en este estudio se eliminó una observación por seguir un patrón inusual.

Para finalizar el análisis se debe evaluar el diagrama de dispersión. Dicho diagrama se utiliza para:

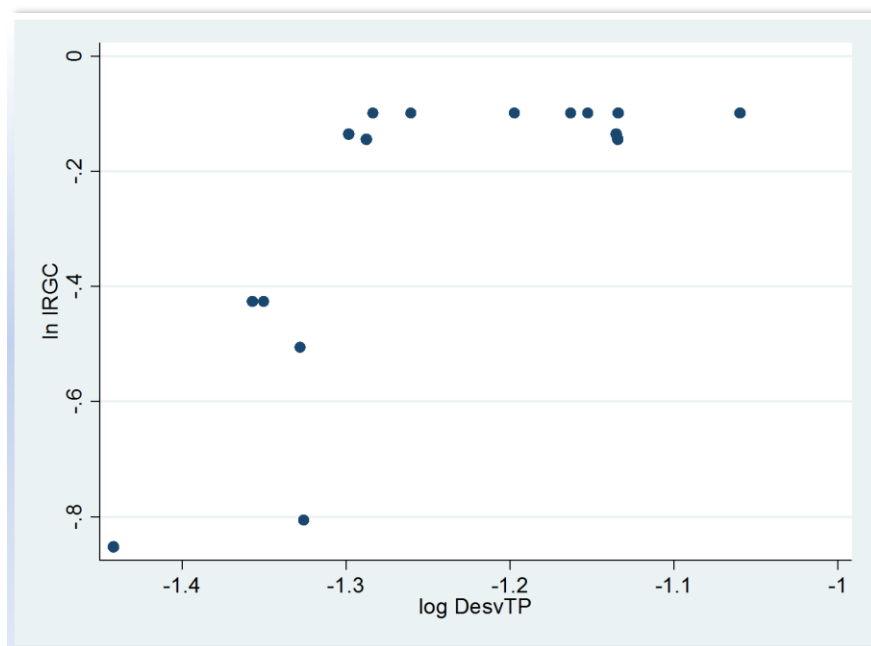
- Comprobar la existencia de una relación lineal entre las dos variables (supuesto 2).
- Comprobar la inexistencia de valores atípicos significativos (supuesto 3).

- Comprobar si las dos variables se distribuyeron aproximadamente normal (supuesto 4).

El diagrama de dispersión que se obtuvo en este estudio reafirma el cumplimiento de las Hipótesis que sustentan el modelo y por ende la validez y relevancia de sus resultados, razón por la cual no amerita llevar a cabo otras pruebas estadísticas para analizar los datos.

Se aprecia en la Figura 2 la existencia de una relación lineal débil sujeta a la restricción de datos y pendiente positiva entre las dos variables del modelo estadístico. El supuesto de normalidad se realiza teniendo presente la limitante de la cantidad de observaciones utilizadas.

Figura 2. Diagrama de dispersión



2.5. Conclusiones y discusión

Estudios recientes sobre gobierno corporativo han aportado evidencia sobre la relación del mismo con la transparencia de los mercados financieros, lo que se evidencia a través de beneficios obtenidos por las empresas tales como menor costo de capital, acceder a financiamiento externo y mejor rendimiento de capital accionario. En tal sentido, el objetivo del presente trabajo es analizar la relación entre gobierno corporativo y el costo de capital proveniente de la emisión de deuda en empresas uruguayas del sector privado, e identificar si la propensión de las empresas a cumplir con los requerimientos de información de gobierno corporativo exigidas por el regulador tiene algún tipo de incidencia en el costo de deuda emitida.

Las empresas consideran la divulgación de requerimientos de información de gobierno corporativo como una oportunidad para que los potenciales inversores de un título de crédito conozcan los procesos de supervisión y control de su gestión, y con ello obtener mayor diferencial entre la tasa de emisión que está dispuesta pagar en cada proceso de emisión y la que pudieran obtener si solicita un préstamo en el mercado financiero local. Como consecuencia, la divulgación de requerimientos de información de gobierno corporativo está aumentando en cada memoria anual de las empresas que cotizan en la BVM.

La muestra comprende a las empresas del sector privado que emitieron títulos de deuda bajo la calificación obligaciones negociables en dólares americanos, con información pública posterior a diciembre de 2009, fecha de vigencia de la Ley Nro. 18.627 regulatoria del Mercado de Valores de la República. Del proceso de selección de muestra surge una población de análisis que contempla a 5 empresas privadas que cotizan en la BVM.

La metodología utilizada para este trabajo es el análisis de contenido, donde se define la estructura conceptual que sustenta el examen de los treinta y dos (32) requisitos de divulgación de información de gobierno corporativo exigidos por el regulador a las empresas emisoras de oferta pública, con el fin de construir el Índice de Requerimientos de Gobierno Corporativo (IRGC).

Los resultados revelan que el promedio de la variable IRGC para las 17 observaciones es de 58,46%, con un mínimo de 9,38% y un máximo de 79,69%. Las empresas con un IRGC bajo son DUCSA (9,38% en 2011), CENTRAL LANERA

(14,06% en 2010) y RUNTUNA (15,63% en 2009); las empresas con un IRGC alto son HRU (37,5% en 2010 y 2011) y CONAPROLE (71,88% en 2011; 73,44% en 2012 y 79,69% en 2013, 2014 y 2015). Esto evidencia la escasa divulgación de requerimientos de gobierno corporativo desde la vigencia de la Ley Nro. 18.627 regulatoria del Mercado de Valores de la República (publicada D.O. 16/dic/2009), posiblemente motivado por la exigua supervisión del órgano regulador en los primeros años de su aplicación y por la inexperiencia de las empresas en la divulgación integra, exacta y oportuna de los requerimientos de gobierno corporativo.

Con el devenir del tiempo se aprecia un incremento de los controles del órgano regulador, reflejado en hechos relevantes divulgados en su página web referidos a cada institución en particular sobre los actos de supervisión o fiscalización en cumplimiento de normas legales y reglamentarias. Un claro ejemplo es la comunicación de la sanción impuesta por la Superintendencia de Servicios Financieros (SSF) del BCU en diciembre del 2015 a la empresa RUNTUNA por presentar fuera de plazo el prospecto definitivo de obligaciones negociables emitido en julio del mismo año.

Un hallazgo similar se obtuvo respecto de los valores diferenciales de tasa, donde el promedio estadístico (5,86%) es superado por CONAPROLE en 7 de sus 11 emisiones, las restantes 6 emisiones que se corresponden a las empresas HRU (2), RUNTUNA (2), DUCSA (1) y CENTRAL LANERA (1) poseen valores por debajo de la media con independencia del año de emisión. La empresa que obtuvo el valor aproximado a la media es la empresa DUCSA (5,84% en 2011) y el valor mínimo de diferencial de tasa lo obtuvo la empresa CENTRAL LANERA (3,61% en 2010). Lo anterior evidencia que a menor divulgación de requerimientos de gobierno corporativo, menor es la diferencia entre la tasa de emisión en relación a la tasa promedio de mercado. Esto se debe en gran medida a que los emisores con IRGC bajo deben ofrecer tasas más atractivas de emisión para generar confianza, con lo cual disminuyen el diferencial con la tasa media de mercado y difieren la oportunidad de lograr una mayor transparencia en el mercado de capital local.

Otro hallazgo interesante es que el resultado obtenido de la aplicación del análisis de contenido para cada empresa, muestra el aumento en la divulgación de la información relacionada con los requerimientos de gobierno corporativo previo a la emisión de una serie de obligación negociable. Esto se aprecia en la determinación de los IRGC para cada empresa / año de emisión comparado con el IRGC 2015, último índice de divulgación si hubiese emitido en el presente ejercicio 2016. A la luz de estos resultados, resulta interesante identificar que las 5 empresas analizadas

divulgan mayor y mejor información sobre requerimiento de gobierno corporativo con el transcurso de los años, lo que evidencia la existencia de potenciales beneficios asociados a la obtención de mejores tasas y transparencia en el mercado de capitales local. Este resultado está en línea con estudios previos que relacionan la aplicación de prácticas de gobierno corporativo y el costo de capital proveniente de deuda en empresas listadas (Lagos y Vecino, 2014).

Adicionalmente, se encontró una exigua evidencia sobre la existencia de un comité de auditoría independiente y con responsabilidades claramente definidas. En los hechos se observa una escasa difusión de las responsabilidades asumidas, lo que dificulta a los usuarios de los estados financieros la comprensión del papel del comité de auditoría dentro de la empresa. En general la independencia del presidente del comité de auditoría no se identifica públicamente, con lo cual se maximiza la ocurrencia de relaciones entre tal figura y el personal de la empresa. La totalidad de las empresas que divulgan la existencia del comité de auditoría publican su composición, la que en su mayoría consta de tres miembros que asesoran y prestan ayuda especializada al consejo de administración. La información sobre la experiencia de los miembros del comité de auditoría no es pública en todas las empresas, razón por la cual se procedió a investigar sus conocimientos y experiencias en páginas académicas y de negocios, llegando a la conclusión de que el total de comités cuentan con mayoría de miembros con conocimientos en contabilidad, finanzas o auditoría. En otro orden, solo 2 empresas divulgan en su memoria que ha presentado el informe anual al directorio con sus principales hechos, conclusiones y recomendaciones, aunque ninguna de ellas divulga la realización de sesiones periódicas con el directorio y asamblea de accionistas.

Como conclusión general sobre el papel del comité de auditoría y su vinculación con el gobierno corporativo, se observa que los emisores de obligaciones negociables no financieros del sector privado poseen relativa consciencia de la importancia del papel del comité de auditoría en el gobernanza de sus empresas. Este resultado está en línea con estudios previos que relacionan el papel del comité de auditoría con el gobierno corporativo (Razvan y Timea, 2014).

Se complementa el análisis de contenido con el estudio estadístico del coeficiente de correlación de Pearson (r), de forma de obtener evidencia de la fuerza y dirección de la relación entre el costo de deuda (DESVTASA) y la calidad de la información de gobierno corporativo divulgado (IRGC). De esta forma se obtuvo el siguiente modelo para el análisis de los determinantes:

$$\text{DESVTASA} = f(\text{IRGC})$$

Este modelo fue aplicado a 17 observaciones, donde al menos una emisión de valores se corresponde con una de las 5 empresas seleccionadas en el período diciembre de 2009 a diciembre de 2015.

Los resultados obtenidos con el estudio estadístico muestran un coeficiente de correlación de Pearson de 0,7418, con el cual se infiere que existe una correlación positiva entre los requerimientos de divulgación de gobierno corporativo exigidos por el regulador y el desvío de tasa, considerada esta última como la diferencia entre la tasa media de empresas de intermediación financiera y la tasa de emisión de la obligación negociable. De lo anterior se deduce que, a valores más altos de divulgación de requerimiento de gobierno corporativo (IRGC) están asociados / relacionados con tasas de emisión de deuda menores en relación a la tasa promedio de mercado.

La misma conclusión deviene de considerar el coeficiente de determinación (R^2), el cual determina la calidad del modelo para replicar los resultados y la proporción de variación de los resultados que puede explicarse por el modelo, que en este estudio es de un 55%.

Por lo expuesto, se rechaza la hipótesis nula planteada de que la propensión de las empresas uruguayas a cumplir con los requerimientos de información de gobierno corporativo exigidas por el regulador no tiene incidencia en el costo de la deuda emitida.

La contribución del presente trabajo es identificar no solo la propensión de las empresas uruguayas a divulgar información sobre requerimientos de gobierno corporativo exigidos por el órgano regulador al momento de emitir una oferta pública en el Uruguay, sino también cuáles son las empresas que divulgan información de mayor calidad, para luego establecer si existe relación de la misma con el costo de la deuda emitida.

Los resultados del trabajo pueden resultar de interés para el regulador del mercado de valores para concentrar sus esfuerzos de supervisión; para las empresas involucradas o las que planean emitir, para entender la relevancia de divulgar información de gobierno corporativo de calidad; para los inversores, para entender la

importancia de la transparencia de los mercados financieros; y para la academia, para propiciar investigaciones sobre asuntos vinculados al mercado de valores del Uruguay.

La definición de la estructura conceptual y la construcción del Índice de Requerimientos de Gobierno Corporativo (IRGC), instrumento desarrollado en este trabajo son adaptadas a la realidad de este estudio e implica un aporte original a la literatura local y regional sobre gobierno corporativo.

Cabe precisar que en Uruguay no existen estudios que relacionen el gobierno corporativo con el costo de capital proveniente de la emisión de deuda, con lo cual este estudio pretende generar evidencia que permita llenar este vacío y poner a disposición de los investigadores los principales resultados y conclusiones a los que se arribó para profundizar en el tema.

La limitación de este trabajo radicó en la cantidad de observaciones a ser consideradas al momento de aplicar el modelo estadístico, la cual fue de 17 procesos de emisión, mientras que la mayoría de las investigaciones de este estilo se realizan con muestras de mayor alcance. Esto es consecuencia de las características del mercado local donde no es frecuente que las empresas ofrezcan títulos de deuda y por los criterios impuestos en este trabajo para la selección de la muestra (empresas no financieras del sector privado, divulgar información periódica en el BCU y BVM desde diciembre de 2009, haber ofrecido títulos de deuda bajo la calificación obligación negociable y moneda de emisión dólares americanos), de igual forma se considera que la cantidad de observaciones obtenidas es razonable para los términos de este estudio.

Otro aspecto a mencionar es sobre la metodología simple de análisis para resolver el modelo a aplicar en este trabajo. De igual forma se considera aceptable para la obtención de resultados satisfactorios sobre la validez y relevancia de los mismos.

La primera recomendación que se realiza es que el órgano regulador del mercado de valores, la SSF del BCU, divulgue en un apartado específico los actos de supervisión o fiscalización en cumplimiento de normas legales y reglamentarias, de forma de demostrar a los inversores, emisores y otros agentes, el monitoreo sobre la divulgación de los requerimientos de gobierno corporativo en los plazos correspondientes. Esto propiciaría de acción ejemplarizante para los emisores de

oferta pública en la BVM sobre las consecuencias acaecidas si se constataran incumplimientos en la divulgación de temas de gobierno corporativo relacionados con sus procesos de supervisión y control de su gestión.

Las partes interesadas deberían ser conscientes de la importancia de cumplir con la divulgación de estos requerimientos, no solo sería beneficioso para sus intereses sino también para la empresa emisora, ya que la divulgación de información sobre gobierno corporativo mejoraría su imagen empresarial y sería un buen vehículo para la obtención de nuevos negocios a menores tasas.

Respecto del papel del comité de auditoría en el gobierno corporativo se debería fortalecer su imagen e importancia como órgano asesor para el fortalecimiento de las sociedades cotizadas. Debería ser una pieza fundamental en la gestión de áreas críticas como la supervisión del riesgo, la interacción con los auditores externos, la salvaguarda de los controles internos y la vigilancia de la información financiera.

En otro orden, se considera necesario el fomento por la realización de otros trabajos de investigación sobre empresas que cotizan en bolsa en Uruguay, por entender que este trabajo explora un campo de investigación que es incipiente a nivel local.

A la hora de seleccionar la muestra, se recomienda incorporar otros sectores de actividad como lo es el financiero y el público, no solo para ampliar el número de observaciones sino también para realizar futuras comparaciones con este trabajo. Lo mismo que con los criterios de selección, quizás sería conveniente levantar alguno de ellos para contemplar mayor casuística de observaciones.

Respecto de la metodología de análisis a emplear, en la medida que se amplíe el número de observaciones y de determinantes para el estudio de la relación entre la divulgación de requerimientos de gobierno corporativo y el costo de deuda, sería conveniente la aplicación de modelos de regresión lineal para el análisis de dichos determinantes.

3. Referencias Bibliográficas

Acero, I. y Alcalde, N. (2012). Gobierno Corporativo y Rendición de Cuenta: ¿Existe algún efecto sobre la performance empresarial?. *RC-SAR Vol. 15 - Nº 1* – pp. 143-178 ISSN: 1138-4891 - Dep. Legal: MA-1436/97.

Aguilera, R. y Crespi-Cladera, R. (2016). Global corporate governance On the relevance of firms' ownership. *Journal of World Business*, 51. 50-57.

Aigeneren, M. (2009). Análisis de Contenido. *Universidad de Antioquia, Facultad de Ciencias Sociales y Humanas, Centro de Estudios de Opinión (CEO)*.

Anderson, R. C., Mansi, S. A. y Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263–285.

Anderson, R. C., Mansi, S. A. y Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting & Economics*, 37(3), 315–342.

Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W. y La Fond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1), 203–243.

Auditoría Interna de la Nación (AIN). Accedido el 8 de febrero, 2016, desde <http://ain.mef.gub.uy/>

Autoridad de Fiscalización de Empresas (AEMP). Accedido el 2 de julio, 2016, desde <http://www.autoridadempresas.gob.bo/direccion-tecnica-de-defensa-de-la-competencia-y-desarrollo-normativo/gobierno-corporativo>

Azua, D., Pizarro, V. y Silva, B. (2010). Influencia de la deuda con el público y la concentración de la propiedad en la transparencia del mercado de capitales chileno. *Estudios Gerenciales*, 26(115), 79–92.

Banco Central del Uruguay (BCU). Carta Orgánica, Circular Nro. 1.987 (2008), Circular Nro. 2.139 (2013) y Circular Nro. 2251 (2016) sobre Recopilación de Normas de Regulación y Control del Sistema Financiero (RNRCFSF). Accedido el 8 de febrero, 2016, desde <http://www.bcu.gub.uy/Acerca-de-BCU/Normativa/Paginas/Default.aspx>

Banco Mundial (BM). Accedido el 7 de febrero, 2016, desde http://www.worldbank.org/ifa/rosc_cg_ury_esp.pdf

Berelson, B. (1952). *Content Analysis in Communications Research*. New York. The Free Press.

Bolsa de Valores de Montevideo (BVM). Accedido el 9 de febrero, 2016, desde <http://www.bvm.com.uy/frontend50/institucional/quienessomos?es>
<http://www.bvm.com.uy/frontend50/institucional/Historia?es>

Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA). Accedido el 9 de febrero, 2016, desde <http://web.bevsa.com.uy/BEVSAIntranet2008/inicio/default.aspx>

Cabeza, L. y Gómez, S. (2007). Análisis de la influencia del gobierno corporativo en la performance empresarial. *Journal of Dialnet*.

Central Lanera Uruguay (CLU). Accedido el 25 de febrero, 2016, desde <http://www.central-lanera.com.uy/sitio/intro>

Clerc, C. (2004). *Obligaciones Negociables y Garantías Especiales* (pp. 2–4).

Códigos Combinados de Gobierno Corporativo. Informe *Cadbury*, (1992). Accedido el 26 de junio de 2016, desde <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>

Códigos Combinados de Gobierno Corporativo. Informe *Conthe*, (2006). Accedido el 26 de junio de 2016, desde <http://normasiso.es/wp-content/uploads/2014/11/CODIGO-CONTHE-copia.pdf>

Cohen, J. (1988), *Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences* (2nd ed.), New Jersey: Lawrence Erlbaum Associates, ISBN 0-8058-0283-5.

Cooperativa Nacional de Productores de Leche (CONAPROLE). Accedido el 25 de febrero, 2016, desde <http://m.conaprole.uy/inicio>

Cruces, J. J. y Kawamura, E. (2007). Insider trading and corporate governance in Latin America. In A. Chong y F. López-de-Silanes (Eds.), *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America* (pp. 85–155). Washington DC: *The Inter-American Development Bank y Stanford University Press*.

Cueto, D. (2013). Substitutability and complementarity of corporate governance mechanisms. *Journal of International Review of Economics and Finance*, 25. 310 - 325.

Decreto Reglamentario Nro. 322 (2011). Accedido el 8 de febrero, 2016, desde http://www.bvm.com.uy/frontend50/normativa-legal/Legal_Reglamentaria?es

Deloitte (2012). *Guía Práctica Consejeros del Comité de Auditoría*. Accedido el 24 de julio, 2016, desde http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/es/Documents/governance-risk-compliance/Deloitte_ES_GRC_Gobierno-Corporativo-guia-practica-consejos-comite-auditoria.pdf

Dirección General de Registros (DGR). Accedido el 8 de febrero, 2016, desde <http://www.dgr.gub.uy/>

Distribuidora Uruguaya de Combustibles S.A. (DUCSA). Accedido el 25 de febrero, 2016, desde <http://www.ducsa.com.uy/default.aspx>

Dobre, E., Turlea, C. y Turlea, E. (2015). The influence of post crisis corporate governance practices upon financial audit. *Journal of Procedia Economics and Finance*, 32. 1100-1106.

Ertugrul, M. y Hegde, S. (2008). Board compensation practices and agency costs of debt. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 512–531.

Fernández, L. (2006). ¿Cómo analizar datos cualitativos?. *Universitat de Barcelona Institut de Ciències de l'Educació Secció de Recerca. Butlletí LaRecerca* ISSN: 1886-1946 / Depósito legal: B.20973-2006. Ficha 7.

Fundeanu, D. y Sandu, C. (2014). Policy's beneficiaries of corporate governance and diversification strategy. *Journal of Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 124. 468-477.

Gambetta, N., García-Benau, M. y Zorio-Grima, A. (2016). Corporate social responsibility and bank risk profile: evidence from Europe. *Journal of Springer-Verlag Berlin Heidelberg*. DOI 10.1007/s11628-016-0318-1.

Garnica, L. (2009). Implicaciones Del Gobierno Corporativo En Las Economías Emergentes. *Finanzas y Política Económica*, ISSN: 2011-7663, Vol. 1, No. 2.

Gomes, C. y Ribeiro, E. (2009). Análisis de contenido en investigaciones que utilizan la metodología clínico-cualitativa: Aplicación y Perspectivas. *Rev. Latino-am Enfermagem*. 17(2).

González, M., Guzmán, A., Pombo, C. y Trujillo, M. (2013). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research*, 66, 2308–2320.

Grau, A. y Lassala, C. (2015). Relaciones entre gestión corporativa y crisis financiera en el mercado de capitales español. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 24. 76-91.

Guzmán, A. y Trujillo, M. (2012). Hacia la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo en sociedades cerradas. *Bogotá: Colegio de Estudios Superiores de Administración –CESA– Departamento de Comunicaciones y Marketing*.

Hambrick, D., Werder, A. y Zajac, V. (2008). New directions in corporate governance research. *Organization Science*, 19(3), 381–385.

Hípica Rioplatense Uruguay S.A. (HRU). Accedido el 25 de febrero, 2016, desde <http://www.hru.com.uy/>

Krippendorff, K. (1980). Content Analysis, an introduction to its methodology. *Beverly Hills, CA. Sage Publications*, p. 21.

Laerd Statistics (2013). Lund Research Ltd. Accedido el 10 de Agosto, 2016, desde <https://statistics.laerd.com/stata-tutorials/pearsons-correlation-using-stata.php>

Lagos, D. y Vecino, C. (2011). Medición de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en Colombia. *Tendencias*,12(2), 230-253.

Lagos, D. y Vecino, C. (2014). Influencia del gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de la emisión de deuda. *Estudios Gerenciales*, Volumen 30, Issue 130, 73-84.

Leal, R. y Carvalhalda-Silva, A. (2007). *Corporate governance and value in Brazil (and in Chile)*. In A. Chong y F. López-de-Silanes (Eds.), *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America* (pp. 213–287).Washington DC: The Inter-American Development Bank y Stanford University Press.

Lefort, F. y Walker, E. (2007). *Corporate Governance, market Valuation and Pay out Policy in Chile*. In A. Chong y F. López-de-Silanes (Eds.), *Investor protection and corporate governance: Firm-level evidence across Latin America* (pp. 289–352).Washington DC: The Inter-American Development Bank y Stanford University Press.

Ley Nro. 18.627 (2009). Accedido el 8 de febrero, 2016, desde <http://www.parlamento.gub.uy/leyes/AccesoTextoLey.asp?Ley=18627&Anchor=>

Ley Sarbanes Oxley (2002). Accedido el 26 de junio de 2016, desde http://www.theiia.org/chapters/pubdocs/70766573/Ley_SOX.pdf

LinkedIn. Red profesional. Accedido el 26 de junio de 2016, desde <https://www.linkedin.com/nhome/?trk=>

López, F. (2002). El análisis de contenido como método de investigación. *Revista de Educación*, 4: 167-179. Universidad de Huelva.

OCDE. (2005). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*. Accedido el 6 de febrero, 2016, desde <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>

Razvan, A. y Timea, M. (2014). The role of the audit committee in corporate governance – case study for a sample of companies listed on BSE and the London Stock Exchange - FTSE 100. *Journal of Procedia Economics and Finance*, 15. 1033-1041.

Reglamento de Emisores y Valores de la Bolsa de Valores de Montevideo (2008). Accedido el 9 de febrero, 2016, desde http://www.bvm.com.uy/frontend50/normativa-legal/Normativa_BVM?es

Rodríguez, N. (1999). *Títulos Valores*. Edición actualizada de versión de 1985.

Rodríguez, N. y López, C. (2005). *Manual de Derecho Comercial Uruguayo, v. 5: Derecho cambiario uruguayo, t. 1: Títulos valores*. Fundación de Cultura Universitaria. 437 pp. 2da. Ed.

RUNTUNA S.A. (La Tahona). Accedido el 25 de febrero, 2016, desde <http://www.latahona.com.uy/>

Sauleda, L. (2007). *Control Interno, Gestión de Riesgos y Prácticas de Gobierno Corporativo: excelencia en la gestión, transparencia y creación de valor agregado*. 37–53.

Shafie, M. Z., Kamilah, A. y Khaw, K. W. (2016). Corporate Governance Practices and Firm Performance Zabri, Evidence from Top 100 Public Listed Companies in Malaysia. *Journal of Procedia Economics and Finance*, 35. 287-296.

Steel, R.G.D, and Torrie, J. H. (1960). Principles and Procedures of Statistics with Special Reference to the Biological Sciences. *McGraw Hill*, pp. 187, 287.

Superintendencia del Mercado de Valores (2013). *Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas*. Accedido el 6 de agosto, 2016, desde http://www.smv.gob.pe/Uploads/CodBGC2013%20_2_.pdf

Tirole, J. (2001). *Corporate governance*. *Econometrica*, 69(1), 1–35.

Vivante, (1924). *Trattato di Diritto Commerciale*, volumen III, Le Cose, quinta edición, Milano, N° 953, p. 123.

Williamson, O. (1984). *Corporate governance. Investor protection and corporate governance*, 93(7), 1197–1230.

4. Anexos

Anexo 1. Titularidad de los órganos de control

<i>Información extraída de:</i>							
<i>a) Páginas Institucionales</i>							
<i>b) Banco Central del Uruguay / Sistema Financiero / Mercado de Valores / Instituciones / Emisores</i>							
	Institución	Comité Auditoría y Vigilancia	Cargo	Comisión Fiscal	Cargo	Otro Cargo	
1	CENTRAL LANERA	-----		-----		-----	
2	CONAPROLE	Cr. Daniel Ventura	Presidente	Ing. Jorge Panizza Carve	Presidente	Ing. Jorge Panizza Carve	Síndico
		Ing. Jorge Panizza Carve	Vocal	Sr. Eduardo Martin Mendivil	Vocal	Sr. Eduardo Martin Mendivil	Síndico
		Cr. Carlos Secondo	Vocal	Tec. Lechero Gerardo Grecco	Vocal	Miguel, Kidd	Síndico
					Secondo, Carlos	División Auditoria Interna	
3	DUCSA	Cr. Sergio Figueroa				Cr. Sergio Figueroa	Auditor Interno
		Cr. Manuel Amoeiro				Cr. Manuel Amoeiro	Síndico
		Cra. Elsa Sader					
4	HRU	Director Marcelo Bassignana				Marcelo,Bassignana	Director Titular Verfin Overseas Inc.
		Director Juan Manuel Burgueño				Juan Manuel, Burgueño	Director Suplente Verfin Overseas Inc.
		LAE Andre Gelfi				Andre Gelfi	Director Titular Codere Uruguay S.A.
		LAE Ramón Rionda				Rámon, Rionda	Director Titular Codere Uruguay S.A.
						Cra. Mariana Gasparini	Gerente de Auditoría y O&M
5	RUTUNA				Pablo María, Sequeira Urta	Síndico	
<i>Tabla elaboración propia</i>							