

Universidad ORT Uruguay
Facultad de Administración y Ciencias Sociales

**Los determinantes de la calidad de la información
financiera en el Uruguay: el caso de las empresas con
participación de la Corporación Nacional para el
Desarrollo**

Entregado como requisito para la obtención del título de Máster en Impuestos y
Normas de Contabilidad - NIIF

Cra. María del Carmen Rizzo Nº 145902

Cr. Javier Wajner Nº 128765

Tutores: Cr. Nicolás Gambetta, Dr. (Cand), MBus

Dra. Norma Pontet

2015

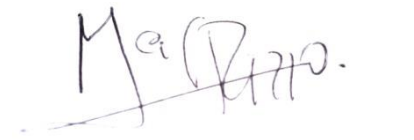
Montevideo, 07 de Octubre de 2015

Declaración de autoría

Nosotros, María del Carmen Rizzo y Javier Wajner declaramos que el trabajo que se presenta en esta obra es de nuestra propia mano.

Podemos asegurar que:

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



Cra. María del Carmen Rizzo



Cr. Javier Wajner

Agradecimientos

Aprovechamos este espacio, para agradecer a nuestros tutores la Dra. Norma Pontet y al Cr. Nicolás Gambetta Dr. (Cand.), MBus, por el tiempo, apoyo y esfuerzo dedicado. Además de su constante ayuda y disposición para lograr el nivel profesional más alto posible en el presente trabajo.

También queremos agradecer al Dr. Alexis Colmenárez de Venezuela, quien nos aportó importante material para la realización del trabajo.

A la Universidad ORT Uruguay que nos permitió, además de la utilización de las instalaciones, el acceso a portales de búsqueda académicos de relevancia internacional.

Al personal de Biblioteca de la Universidad ORT Uruguay, quien en todo momento estuvo a nuestra disposición.

Por último, agradecer a nuestras familias y amigos, quienes en las buenas y en las malas, brindaron su apoyo durante toda la Maestría.

1. ABSTRACT

El gerenciamiento de empresas que administran fondos públicos y el rol de los auditores en las mismas están siendo cuestionados por la prensa y la opinión pública, lo cual nos motivó a investigar sobre la situación de la calidad de la información financiera en empresas uruguayas que administran fondos públicos y determinar si los resultados están alineadas con estudios previos en dichos temas. El objetivo principal del presente trabajo es identificar los determinantes de la calidad de la información financiera en las empresas con participación de la Corporación Nacional para el Desarrollo (CND), la agencia para el desarrollo de Uruguay. La metodología utilizada fue el método del caso complementado con un análisis empírico sobre los Estados Financieros de dichas empresas para analizar los determinantes de la calidad. Identificamos dichos determinantes en base a tres modelos de regresión lineal, que tienen como subrogados de calidad de la información financiera: devengamientos discrecionales, variación de ingresos netos y variación del capital de trabajo, y como variables explicativas y de control a un grupo de variables que representan características de las empresas, del auditor, del entorno económico y político. Los resultados muestran que la variación del endeudamiento, el nivel de rentabilidad sobre los activos, el nivel de participación de la CND y el cambio de auditor son determinantes de la calidad de la información financiera de las empresas analizadas. La contribución del presente trabajo es identificar, en un grupo de empresas privadas que administran fondos públicos, aquellas características que presentan información financiera de mayor calidad. Los hallazgos del presente trabajo pueden resultar de interés para la propia CND y otros reguladores que tengan como cometido monitorear la actividad de dichas empresas, para el público en general y para la academia, para propiciar la investigación en empresas que administran fondos públicos en el Uruguay.

Palabras Claves

Agencia para el Desarrollo, Calidad Devengamientos, Calidad de la Información Financiera, Calidad Ingresos, CND, Contabilidad, Fondos Públicos, Uruguay

Índice de Capítulos

1. <i>Abstract</i>	4
2. Cuerpo del Trabajo	
2.1 Introducción.....	9
2.2 Revisión Bibliográfica	19
2.2.1 Agencias para el Desarrollo.....	19
2.2.2 Calidad de la Información Financiera.....	28
2.2.3 Calidad de la Auditoría Externa	34
2.2.4 Desarrollo de hipótesis.....	41
2.3 Metodología	42
2.3.1 Justificación de la metodología a utilizar.....	42
2.3.2 Estudio del Caso de la CND	44
2.3.3 Modelos de Calidad de la Información Financiera	44
2.3.4 Datos	52
2.4 Resultados y análisis	53
2.4.1 El caso de la Agencia para el Desarrollo uruguay: CND.....	53
2.4.1.1 Funcionamiento.....	53
2.4.1.2 Objetivos	55
2.4.1.3 Estructura de financiación	59
2.4.1.4 Plan estratégico 2010 – 2014.....	59
2.4.1.5 Estructura Administrativa	60
2.4.1.6 Contralor	62
2.4.1.7 Situación Financiera de la CND	62
2.4.1.8 Holding Empresas.....	64
2.4.2 Hechos estilizados sobre los datos.....	69
2.4.3 Resultados sobre H1	79
2.4.3.1 Matriz de Correlación	79
2.4.3.2 Modelo de Regresión Lineal.....	83
2.4.3.3 Análisis de Sensibilidad.....	91
2.5 Conclusiones	93
2.6 Contribución, limitaciones y Recomendación.....	102
2.6.1 Contribución.....	102

2.6.2 Limitaciones	102
2.6.3 Recomendaciones	103
3. Referencias Bibliográficas	105
4. Anexos	
Anexo 1. Entrevista a autoridades de la CND	109
Anexo 2. Descripción de las empresas con participación de la CND	110

Índice de Capítulos

Cuadro 1. Grado de Autonomía de las Agencias para el Desarrollo	24
Cuadro 2. Nivel de Responsabilidad	24
Cuadro 3. Adaptación de la CINIIF 12 para el Sector Público.....	27
Cuadro 4. Calidad de información financiera por adopción de NIIF	32
Cuadro 5. Marco Conceptual de la Calidad de Auditoría para el Consejo de Información Financiera de Reino Unido	35
Cuadro 6. Modelo a utilizar.....	49
Cuadro 7. Estado de Situación Financiera CND	63
Cuadro 8. Estado de Resultados CND	64
Cuadro 9. Holding de Empresas CND.....	65
Cuadro 10. Participación de la CND en empresas	66
Cuadro 11. Empresas por Año	69
Cuadro 12. Industrias	70
Cuadro 13. Promedio de activos por año en millones de pesos uruguayos.	71
Cuadro 14. Auditor	72
Cuadro 15. Cambio de Auditor	72
Cuadro 16. Evolución de la inflación y crecimiento del PBI.....	74
Cuadro 17. Media de las variables	75
Cuadro 18. Matriz de Correlación.....	80
Cuadro 19. Modelo DACCRUALS.....	84
Cuadro 20. Modelo Δ NETINCOME	86
Cuadro 21. Modelo Δ CT.....	88

2.1 INTRODUCCIÓN

El 31 de Octubre de 2003 la Asamblea General de las Naciones Unidas aprobó la Convención de las Naciones Unidas contra la corrupción (Naciones Unidas, Oficina contra la Droga y el Delito, 2004) en su Resolución 58/4 y Anexos en cuyo contenido se establece un Preámbulo y 71 Artículos con el afán de que sirva como instrumento para los Países contra el flagelo de la corrupción. Uruguay, aprobó dicha Convención con la publicación de la Ley N°18.056 el 1ero de diciembre del 2006, aprobada en Asamblea General del Legislativo Nacional el 20 de noviembre del año 2006.

En la mencionada Convención se hace referencia a la corrupción como un aspecto que no distingue a países grandes o pequeños, "...que afecta infinitamente más a los pobres porque desvía los fondos destinados al desarrollo, socava la capacidad de los gobiernos de ofrecer servicios básicos, alimenta la desigualdad y la injusticia y desalienta la inversión y las ayudas extranjeras. La corrupción es un factor clave del bajo rendimiento y un obstáculo muy importante para el alivio de la pobreza y el desarrollo." y que existe tanto en los sectores públicos como privados.

En su Artículo N°12 en el que hace mención al Sector privado establece que: "cada Estado Parte, de conformidad con los principios fundamentales de su derecho interno, adoptará medidas para prevenir la corrupción y mejorar las normas contables y de auditoría en el sector privado, así como, cuando proceda, prever sanciones civiles, administrativas o penales eficaces, proporcionadas y disuasivas en caso de incumplimiento de esas medidas."

Por otra parte Uruguay cuenta en su Marco Normativo con la Ley N°17.060 de fecha 10 de diciembre de 1998, donde dicta las normas referidas al uso indebido del Poder Público (corrupción) y entiende la definición de corrupción en su Artículo tercero como: "el uso indebido del poder público o de la función pública, para obtener un provecho económico para sí o para otro, se haya consumado o no un daño al Estado."

Una de las tantas obligaciones que tienen los gobernantes es el cuidar los dineros públicos, obtenidos a través de tributos pagados por los ciudadanos, donaciones o préstamos nacionales o internacionales. Es deber de todos el cuidar y conocer que sucede con dichos fondos, pero lo más importante es poder pensar que los mismos se encuentran bien administrados por aquellas personas que han pedido tener la responsabilidad de dicha tarea. El cuidado de los fondos y el fácil acceso a dicha información son derechos de los ciudadanos que deben ser respetados.

La organización Transparencia Internacional, *Transparency International* (2015), es un movimiento global en contra de la corrupción y realiza un ranking anual donde mide la percepción de la corrupción existente en el sector público en países y territorios. El Índice otorga una puntuación de entre 0 y 100 puntos donde el 0 se entiende como la existencia de una percepción de una corrupción muy elevada y el 100 como una gestión pública muy limpia.

José Ugaz, Presidente de la organización entiende que: “los países en la parte inferior del índice tienen que adoptar medidas radicales contra la corrupción en favor de su pueblo. Los países en la parte superior del índice deben asegurarse de que no exportan las prácticas corruptas a los países subdesarrollados.”

La organización también entiende que las escuelas mal equipadas, los medicamentos falsificados y las elecciones decididas por el dinero son sólo algunas de las consecuencias de la corrupción en el sector público. Sobornos y acuerdos a puerta cerrada no sólo roban los recursos de los más vulnerables sino que socavan la justicia y el desarrollo económico, y destruyen la confianza pública en el gobierno y los líderes.

En su última edición publicada del mencionado Índice, correspondiente al año 2014, tanto Uruguay como Chile ocupan la posición 21 con un puntaje de 73 sobre 100 siendo los países con la menor percepción de corrupción en América Latina.

En los últimos tiempos han tomado estado público una serie de acontecimientos vinculados con hechos de corrupción o indicios de los mismos de importante

relevancia a nivel internacional y también en la región latinoamericana, donde se encuentra Uruguay.

Uno de ellos es el caso de Chile, donde su presidenta Michele Bachelet en el mes de febrero 2015 pronunció las siguientes palabras: "Conozco bien mi responsabilidad como presidenta y, como tal, hay una gran prioridad que yo me fijé en este Gobierno, en el anterior y en toda mi vida: seguir trabajando para que tengamos una nación más justa y más equitativa. Llevar adelante esta tarea implica muchas veces tomar decisiones que son dolorosas, y para lograr que éste sea un mejor país para todos es mi deber enfrentar cualquier hecho que pudiera obstaculizar o comprometer esos objetivos de igualdad y de justicia. Hace pocos días, por ello, mi hijo Sebastián Dávalos dejó su cargo y renunció." (Infobae 2015)

Ante ello Aldo Cassinelli, profesor de la Facultad de Ciencias Políticas y Administración Pública de la Universidad Central de Chile, en diálogo con el portal de noticias Infobae mencionó: "No es que en Chile no existan casos de corrupción, tráfico de influencias o captura del estado. Lo relevante es cómo se reacciona frente a determinados casos. Se pueden esconder o enfrentar. En el caso chileno se los enfrenta. Porque también hay indignación social." (Infobae 2015)

"La corrupción funciona cuando hay opacidad. Cuando hay transparencia, no. En Chile tenemos un Consejo para la transparencia, donde hay obligación de entregar información y cualquier ciudadano puede solicitarla. Pero también está la prensa, que es crucial, porque revela y tiene la capacidad de investigar. Cuando un medio encuentra una situación que escapa a la normalidad, obviamente la sociedad se informa y se transparenta. Pero cuando los medios no pueden, no se atreven o son cooptados, tenemos problemas", agrega. (Infobae 2015)

Otro ejemplo es el momento histórico que ocurre en el vecino país de Brasil, donde se ha denunciado y se encuentra en investigación las ramificaciones de uno de los principales escándalos de corrupción por parte de la principal empresa estatal, la petrolera Petrobras.

Petrobras presentó en abril 2015 los Estados Financieros auditados, revelando la difícil situación de la compañía, más allá de la trama de corrupción en la que está envuelta la mayor empresa pública de América Latina. Las cuentas de Petrobras revelan la existencia de una corrupción sistemática. Los 6.200 millones de reales (casi 2.000 millones de euros) que se declaran perdidos son apenas una estimación de la nueva directiva, que atribuye a las 27 empresas que participaban en la trama un desvío de un 3% del valor de los contratos. Pese a los años de gloria que han vivido las materias primas, Petrobras es la empresa con la mayor deuda del mundo, por encima de los 120.000 millones de euros. Desde noviembre, la petrolera no puede acudir a los mercados en busca de financiación. Su vuelta sería una señal de confianza del mercado en el futuro de la compañía y en la economía del país, a la que está tan estrechamente ligada. (El País de Madrid, 2015)

En el Uruguay han surgido algunos casos como Metzen & Sena o Pluna (empresa aeronáutica de bandera nacional con participación público-privada que existió por muchas décadas) que han generado sospechas de corrupción o malos manejos de fondos públicos y que tuvieron repercusión en la prensa y están bajo análisis por la justicia.

En el caso de Metzen y Sena lo que ocurrió fue que la CND (Corporación Nacional para el Desarrollo) le concedió a la empresa un préstamo por aproximadamente cinco millones de dólares, entre julio y diciembre de 2009 para intentar un salvataje que se sabía imposible, ya que apenas cuatro meses después, el mismo Directorio de la CND realiza la denuncia judicial para que la empresa ingrese en el régimen de concordato (El Diario, 2013). Este caso fue investigado por el Tribunal de Cuentas (2012), emitiendo la Resolución N°2012-17-1-0000175, donde concluye que la actuación ha resultado contraria al principio de buena administración y se han visto comprometidos de forma injustificada fondos públicos.

El Presidente de la República Dr. Tabaré Vázquez en su discurso de asunción el 1º de marzo de 2005 ante la Asamblea General mencionaba: "... para salir adelante hay que luchar contra las causas de la pobreza que muchas veces se llama

corrupción y manejo inescrupuloso de los dineros públicos, cuando tanto se necesitan para atender a la gente.” (Presidencia, 2005).

No es objeto de este estudio analizar si el actual y otrora mandatario cumplió con sus promesas, pero si destacar el importante cuidado que los gobernantes deberían dedicar al manejo de fondos públicos que les toca administrar.

Una de las empresas que en Uruguay maneja fondos públicos en el marco del Derecho Privado es la Corporación Nacional para el Desarrollo (CND), creada el 4 de diciembre de 1985 la Ley N° 15.785 (Ley de Creación) tiene como misión brindar servicios a distintos organismos gubernamentales con el objetivo de contribuir a al desarrollo de la República Oriental del Uruguay.

Desde su creación por Ley, hace 29 años, ha venido desarrollando distintas áreas de trabajo y los gobernantes de turno han optado por incluir a la Corporación en un importante número de proyectos. Para eso se han creado leyes posteriores ampliando el margen de acción de la CND permitiendo que se involucre en proyectos de gran relevancia pública, como los Proyectos de Participación Público-Privada, de infraestructura pública como la ferroviaria o vial. También en otros proyectos donde la participación de la CND es como accionista minoritario en la creación de empresas cuyo accionista mayoritario es una empresa estatal, conocidas como Entes Autónomos o Servicios Descentralizados.

No sólo se han ampliado los cometidos de la CND, sino que se han designado en los últimos años personas de relevancia para dirigir la misma. Para tal fin el Poder Ejecutivo debe presentar ante el Parlamento al candidato y obtener la venia del Senado para su próximo presidente. Cabe mencionar que en caso de no contar con los votos necesarios y transcurridos sesenta días de ingresadas las propuestas por parte del Poder Ejecutivo quedan como definitivos en los cargos sugeridos votados por mayoría del Senado de la República.

En los primeros días del gobierno que ha asumido funciones el 1º de marzo de 2015, el Cr. Álvaro García (Director de la Oficina de Planeamiento y Presupuesto)

y el Cr. Danilo Astori (Ministro de Economía y Finanzas) han mencionado en varias oportunidades a la CND y pretenden utilizar a la misma en varios de sus proyectos de gestión como puede ser el Sistema Nacional de Competitividad donde se busca que la Agencia Nacional de Desarrollo Económico (ANDE), creada por Ley en el 2009 (Ley N° 18.602, 2009), que aún está sin reglamentar, y que debería funcionar con empleados de la CND pero que aún no se ha puesto en funcionamiento, ejerza un rol fundamental.

La misma manejará o controlará el manejo de fondos públicos por lo cual los legisladores al momento de crearla dispusieron que el Tribunal de Cuentas deba emitir su visado previo a que los Estados Financieros sean considerados por la Asamblea y que las observaciones detectadas sean comunicadas al Poder Ejecutivo. La CND por recibir fondos públicos, así como las empresas que tengan participación de la misma, queda obligadas a contratar auditorías externas por disposición de la Ordenanza 81 del TOCAF.

Según *Transparency International*, “la información es también poder, dónde esta no es de libre acceso, la corrupción puede prosperar y derechos fundamentales pueden no ser realizados”. En Uruguay se puede acceder a información estatal a través del derecho generado en la Ley N° 18.381, de fecha 7 de octubre del 2008 conocida como Ley de Acceso a la Información Pública donde se otorga un derecho a la ciudadanía en general para poder conocer más en profundidad ciertos temas de su interés y brindar transparencia. Sin embargo el Proyecto Mundial de Justicia (*The World Justice Project, WJP*) presentó su Índice de Gobierno Abierto 2015, el primer esfuerzo para medir la apertura de los gobiernos basado en las experiencias y percepciones de los ciudadanos, y Uruguay obtuvo su más bajo puntaje en la dimensión de "Derecho a la información" (El País Uruguay, 2015). Esto no sucede con la CND, ni con las empresas en las que participa ya que los Estados Financieros son de acceso público. Asimismo la globalización y la necesidad de analizar empresas con inversiones en distintas partes del mundo tienden a requerir información comparable y de calidad.

En Uruguay a partir del año 2004 con el decreto 162/004 y 222/004 se comienzan a adoptar determinadas Normas Internacionales de Contabilidad como parte de las normas contables adecuadas en Uruguay. La última modificación a las normas contables adecuadas en Uruguay, fue a través del decreto 291/014, vigente a partir de los ejercicios iniciados el 01/01/2015, donde se adopta el cuerpo normativo del Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (*IASB*, por su sigla en inglés), en el cual se establece como obligatoria la NIIF para PYMES aplicable a pequeñas y medianas empresas y las NIIF Completas para las restantes empresas.

Colmenárez y Pinto (2014) discuten las variables de las cuales depende la calidad de la información financiera y concluyen que no solo depende de la normativa contable, sino que también del sistema jurídico y político del país en el que reside la empresa y los incentivos para elaborar la información financiera.

Soderstrom y Sun (2007) hicieron una revisión sobre la adopción de las IFRS y calidad en contabilidad, concluyendo que la calidad en la información financiera tiene consecuencias económicas como el costo de capital y que adoptando las normas internacionales de información financiera se reduce la asimetría de información a través de mostrar información oportuna y relevante.

La forma de dar credibilidad a los Estados Financieros para un tercero interesado es mediante la verificación de los mismos por un auditor externo e independiente. Además, para verificar la calidad de la auditoría también importa saber quién es el auditor (Francis, 1984). Por ende una forma de verificar la calidad de la auditoría es verificando la calidad de la información financiera.

Knechel *et al.* (2013) realizaron un resumen de lo que la academia ha investigado sobre calidad de auditoría en los últimos veinte años. El *UK's Financial Reporting Council* realizó un marco conceptual de calidad de auditoría donde apunta a cinco aspectos claves: la cultura de la firma auditora, habilidades y calidad de socios y personal de las firmas, efectividad del proceso de auditoría, confiabilidad y utilidad del reporte de auditoría y factores que no controlan los auditores. Dicho marco

conceptual es muy similar al que aplica el *International Federation of Accountants* (IFAC)

La CND tiene obligación de publicar los Estados Financieros de aquellas empresas en las que tenga participación, los que deben ser auditados por firmas o profesionales independientes. Los mismos se encuentran disponibles para el público en su página web.

Por lo tanto, de acuerdo a los antes mencionados casos de corrupción que han generado alarma pública y malversación de los fondos públicos nos interesa investigar la calidad de la información financiera en las empresas que la CND tiene participación, las cuales conforman el sector denominado *Holding*, una de las cinco áreas de negocios de la Corporación que se completan con las áreas de desarrollo productivo, de administración de fondos, de proyectos y servicios y las áreas de soporte.

En el área de desarrollo productivo se destacan los programas de micro finanzas donde fueron canalizados fondos por un total de 52 millones de dólares estadounidenses beneficiando a más de 21.000 micro y pequeñas empresas (desde el año 2010), la administración de fideicomisos y fondos a través de CONAFIN AFISA (100% propiedad de la CND con calificación de fiduciario financiero) que en su órbita funciona el Si.Ga. (Sistema Nacional de Garantías para Empresas) que alcanzo en el 2014 a otorgar un total de 2.130 garantías que representan casi 31 millones de dólares estadounidenses. Por otra parte se superaron en el año 2014 los 200 millones de dólares estadounidenses en el área de fondos administrados que lleva a cabo la corporación. Estuvo involucrada asimismo en distintos proyectos vinculados a la infraestructura pública a través de fideicomisos o proyectos de participación público privado (PPP) donde se destaca el Fideicomiso con la ANEP con cifras del entorno de los 80 millones de dólares estadounidenses. Cuenta con un área de soporte técnico donde se trabaja brindando asesoramiento en los sectores de planificación, administración y finanzas, legal, recursos humanos, entre otros.

En el área de *Holding* tiene participación parcial o total en empresas como la Corporación Vial del Uruguay (CVU) que ejecuto obras por 115 millones de dólares estadounidenses, la Corporación Ferroviaria del Uruguay (CFU) con rehabilitación de distintas vías férreas en el año 2014 o ISUR con el objeto de realizar las actividades necesarias para la construcción y gestión de una Estación Conversora de Frecuencia procurando la interconexión eléctrica con Brasil.

La CND tiene como misión: “Brindar servicios a Ministerios, Intendencias, Entes y Empresas Públicas para la consecución de los objetivos de desarrollo del país mediante la excelencia de gestión con enfoque al ciudadano y responsabilidad social.”

El objetivo de nuestro trabajo es estudiar los determinantes de la calidad de la información financiera de las empresas con participación de la CND y verificar si existe diferencia de calidad entre empresas que son auditadas por firmas *Big 4* y aquellas auditadas por otras firmas.

La contribución de nuestro trabajo será brindar evidencia sobre los determinantes de la calidad de la información financiera de la CND y las empresas en las que tiene participación, para que la población, el gobierno y los organismos de contralor puedan tomar decisiones teniendo conocimientos de estos aspectos.

Nuestro estudio pretende ser un aporte a la literatura sobre la calidad de la información financiera de empresas con participación estatal que administran un presupuesto significativo de fondos públicos.

A continuación, y luego de la introducción, motivación y objetivos mencionados se presentará en el Capítulo 2 una revisión bibliográfica de los principales trabajos de investigación que estudian la importancia de las agencias para el desarrollo, la calidad de la información financiera y la calidad de auditoría.

En la Sección 2.2 se describe la metodología utilizada; el método del caso, los modelos empíricos utilizados y las empresas incluidas en el estudio.

En la Sección 2.3 se presentan los resultados obtenidos, presentando a la CND de manera detallada, identificando sus cometidos mencionados en las distintas leyes existentes, su forma de gobierno, funcionamiento y las distintas áreas en las que actúa, identificando las empresas que cuentan con participación de la Corporación y sus principales características. Luego se presentan los resultados de los modelos empíricos aplicados.

Finalmente en la Sección 2.4 se desarrollan las conclusiones.

2.2 REVISIÓN BIBLIOGRÁFICA

En el presente capítulo realizamos la revisión bibliográfica de aquellos temas que son tratados durante el transcurso del presente trabajo para comprender inicialmente lo que se define como Agencias para el Desarrollo, continuando con los principales condicionantes previamente estudiados acerca de la Calidad de la Información Financiera en los Estados Financieros de las empresas y por último con algunos de los aspectos que ha tratado la literatura acerca de la Calidad de la Auditoría.

2.2.1 Agencias para el Desarrollo

La investigación en los últimos años ha intentado comprender los componentes principales de las instituciones conocidas como Agencias para el Desarrollo, mediante el entendimiento de las distintas estructuras organizativas aplicadas por distintos países o ciudades, así como también, su grado de autonomía de los gobiernos (poder ejecutivo nacional, departamental o legislativo), la forma en que las mismas consiguen fondos (público o privados) y las posteriores rendiciones de cuentas a las que se encuentran sujetos.

Según Calvo (2010) el objetivo de una agencia para el desarrollo, es incentivar con políticas, programas, servicios e instrumentos de apoyo y fomento a las empresas, con la finalidad de modernizar los sectores productivos y potenciar las capacidades tecnológicas y empresariales. Las mismas se caracterizan por tener objetivos relacionados con el desarrollo económico y social, asociar intereses públicos y privados, la generación de empleo, facilitar información y asesoramiento tecnológico, financiero, legislativo, etc., obtener acceso a servicios avanzados de apoyo a la producción e incidir de una manera especial en la rentabilidad social, además de la rentabilidad económica.

Bertranou (2012) realizó un estudio para una agencia de desarrollo en Mendoza, Argentina, donde analizó que en la década de los años 90 en América Latina ha

sido comúnmente caracterizada como un período de desmantelamiento estatal, durante el cual se privatizaron empresas públicas y se desregularon actividades, la excesiva formalización de las burocracias, la inflexibilidad y los monopolios, son los factores que inciden negativamente sobre las operaciones del gobierno. Por lo que se reemplaza este paradigma por el de: gobierno emprendedor (*entrepreneurial government*), que tiene como las principales características: promover la competencia entre prestadores, empoderar a los ciudadanos, medir resultados, descentralizar decisiones, dirigir por objetivos, entre otras.

Como consecuencia de esta visión de gobierno se crean cuerpos especializados como tendencia opuesta a la conformación o mantenimiento de organismos multipropósito, basándose en la premisa de que la especialización aumenta la eficiencia y la eficacia de la acción de gobierno en el tratamiento de problemas específicos. Estas agencias tienen en general facultades amplias para su gestión administrativa, lo que produce políticas públicas con un significativo potencial de capacidades institucionales.

El trabajo muestra que organizaciones empresariales consolidadas y representativas demandan al estado políticas públicas de mayor calidad. La capacidad estatal se fortalece por el reconocimiento de la importancia del estado y su rol en el diseño e implementación de políticas, y exige consecuentemente, estructuras gubernamentales preparadas para el ejercicio de esas funciones.

Castillo y Nelson (2003) examinaron cuatro casos de instituciones latinoamericanas dedicadas al desarrollo y promoción de pequeñas y medianas empresas, analizando y comparando las prácticas y estructura organizativa de dichas instituciones con el fin de evaluar la validez de las hipótesis planteadas. Las mismas están referidas al grado en que una institución ha adoptado prácticas orientadas al mercado y su grado de autonomía, determinando su nivel de rendición de cuentas. Medido por el grado en que la institución lleva a cabo evaluaciones sistemáticas e independientes del impacto de sus programas.

Las cuatro instituciones examinadas fueron, SEBRAE (Servicio de Asistencia a las Micro y Pequeñas Empresas) en Brasil, NAFIN (Nacional Financiera, S.N.C.) en México, CORFO (Económica de Chile Agencia de Desarrollo) en Chile y SEPYME (Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa) de Argentina. Los autores concluyen que las hipótesis planteadas son válidas para instituciones gubernamentales, pero no tanto para instituciones privadas con presupuestos asegurados.

En cada país, las agencias de desarrollo de las PYMES del gobierno han sido objeto de un tipo diferente de reestructuración. Mientras que Brasil optó por privatizar su agencia de desarrollo de las PYMES, SEBRAE. México decidió modernizar su banco de desarrollo, NAFIN, pero aún mantenerlo bajo control del gobierno. En Chile, CORFO transfirió tareas administrativas de sus programas de PYMES a intermediarios privados (la red CORFO), mientras que la SEPYME de Argentina fue diseñada para mantener la coordinación de una serie de actividades de promoción de las PYMES bajo el control directo del Poder Ejecutivo.

En Brasil, a principios de los años 90 la institución PYMES gobierno, CEBRAE, fue privatizada y pasó a llamarse SEBRAE. Si bien se encuentra en el ámbito privado, SEBRAE es financiado por un impuesto del 0,3% nominal que grava a las empresas en Brasil. Su nuevo papel consistía en ayudar a las PYMES que buscaban mejorar su organización, la gestión, la capacidad tecnológica y la solvencia (Suzigan y Villela, 1997). Se trata de una institución sin fines de lucro, con sede en Brasilia y con otras 27 oficinas en todos los estados del país norteamericano.

La estructura y financiamiento de SEBRAE la hace original y distinta de otras instituciones que promueven las PYMES en América Latina. El importe proveniente del impuesto sobre los impuestos de las empresas no está sujeto a debate político en el Congreso de Brasil. Esto aísla a SEBRAE del debate político sobre la naturaleza de sus actividades. El gobierno brasileño no puede retener fondos de dicha institución a menos que cambie la ley de financiación del 0,3% por una ley del Congreso. En comparación con los otros casos considerados aquí, el SEBRAE

tiene un alto nivel de autonomía sobre su presupuesto, así como en la toma de decisiones.

En México NAFIN está tratando de convertirse en un banco de desarrollo moderno, que trabaja para promover nuevos intermediarios financieros y atraer capital de riesgo, desarrollando nuevas inversiones y proporcionando servicios no financieros en las PYMES, como la asistencia técnica y capacitación.

Se trata del caso de una institución que tiene su propio presupuesto independiente, pero aún permanece bajo el control del gobierno. El proceso de toma de decisiones en NAFIN permanece en gran parte bajo el control del gobierno central a través de una junta nombrada por el gobierno de la directiva de NAFIN. De los casos mencionados en el artículo, NAFIN representa un alto nivel de autonomía presupuestaria, pero un bajo nivel de autonomía en la toma de decisiones.

En Chile en el año 1992, CORFO, comenzó a desarrollar nuevos programas para la modernización de las PYMES. Sus principales programas eran la promoción de la innovación tecnológica, el desarrollo cooperativo y la asistencia técnica. Desde el año 1993, CORFO ha transferido sistemáticamente las tareas administrativas de estos mecanismos y la asignación de sus recursos a intermediarios privados con el fin de lograr una mayor eficiencia y cobertura en sus actividades.

Sin embargo, el Congreso chileno debe aprobar el presupuesto anual de la CORFO. En relación con los otros casos considerados aquí, CORFO representa un nivel intermedio de autonomía del gobierno central, tanto en términos de su presupuesto y de su capacidad de toma de decisiones.

En Argentina, en 1995, el Congreso aprobó el "Estatuto PYME". Se trata de una Ley que se centró en la asistencia técnica y financiera para las PYMES además de un sistema de reciprocidad de garantías y relaciones laborales de estas empresas. Con el fin de poner en práctica esta ley, el Poder Ejecutivo creó una secretaría especial llamado SEPYME, con el propósito de coordinar diversos programas PYMES del gobierno argentino. En un principio, la SEPYME tenía la

condición de un ministerio y estaba bajo la autoridad directa del Presidente de la República Argentina.

Su presupuesto sólo sirvió para apoyar sus actividades en la coordinación de los demás programas de PYMES gobierno, no realmente para implementar estos programas. La SEPYME tenía autoridad política sobre los programas para PYMES, pero carecía de autoridad administrativa sobre el personal que trabaja en los diversos ministerios que se encargaban de ejecutar dichos programas, lo que debilitó aún más, por su falta de control directo y responsabilidad sobre los programas que coordinaba.

La SEPYME representa un nivel muy bajo tanto en la autonomía presupuestaria así como en la toma de decisiones, comparado con los casos aquí analizados. Actualmente SEPYME está bajo la autoridad del Ministerio de la Producción, teniendo todavía menos autonomía del gobierno.

Las instituciones multilaterales de crédito tales como el Banco Mundial, el BID (Banco Interamericano de Desarrollo) y el Comité de Donantes, tienen un papel importante en el diseño, la ejecución y la financiación de los programas para PYMES en América Latina. Si las instituciones gubernamentales quieren recibir ayuda financiera de cualquiera de estas organizaciones, deben comprender y cumplir los mínimos requisitos establecidos por ellos.

Dicha asistencia de las organizaciones multilaterales de crédito es a menudo parte de un paquete, condicionado a cumplir ciertos objetivos, tales como el ajuste estructural y la reforma económica. El BID es el organismo donante más importante en proporcionar recursos a las instituciones que promueven las PYMES en América Latina. Las mencionadas instituciones multilaterales no sólo transfieren dinero, sino también intentan promocionar las mejores prácticas (conocidas en inglés como *Best Practices*). El Comité de Donantes, por ejemplo, tiene una visión clara de lo que considera que son las mejores prácticas para los programas de las PYMES en América Latina.

Los resultados analizados sugieren que en la medida en que las instituciones del gobierno que buscan promover las PYMES son impulsadas por el mercado y poseen autonomía, tendrán mayores niveles de rendición de cuentas. Sin embargo, también mencionan que la autonomía por sí sola no puede ser suficiente para las instituciones privadas que trabajan en esta área. Los hallazgos sugieren que las agencias privadas deben tomar medidas para garantizar su rendición de cuentas. En los Cuadros 1 y 2 se muestran dichos resultados.

Cuadro 1. Grado de Autonomía de las Agencias para el Desarrollo

Variable interviniente: Grado de autonomía en función de las instituciones de desarrollo de las PYMES			
País / Institución	Indicadores de autonomía		Grado de autonomía
	Status Legal	Amplitud de representación en el consejo	
Brasil / SEBRAE	Privado	Amplia representación	Autonomía alta
Chile / CORFO	Público	Representación media-alta	Autonomía media
México / NAFIN	Público	Representación media-baja	Autonomía baja
Argentina / SEPYME	Público	Directamente por el Presidente/Ministro	Autonomía muy baja
Fuente: SEBRAE: http://www.sebrae.com.br ; CORFO: http://corfo.cl ; NAFIN: http://www.nafin.com/portalfn ; SEPYME: http://www.sepyme.gov.ar			

Cuadro 2. Nivel de Responsabilidad

Variable dependiente: nivel de rendición de cuentas				
País / Institución	Indicador	Contabilidad de los servicios prestados	Evaluaciones de impacto de los programas específicos	Nivel de rendición de cuentas
Brasil / SEBRAE		SI	NO	Medio
Chile / CORFO		SI	PROFOS, FAT, FONTEC (evaluaciones independientes contratadas)	Alto
México / NAFIN		SI	NO	Medio
Argentina / SEPYME		NO	NO	Bajo
Fuente: SEBRAE: http://www.sebrae.com.br ; CORFO: http://corfo.cl ; NAFIN: http://www.nafin.com/portalfn ; SEPYME: http://www.sepyme.gov.ar				

Alul (2010) realizó una investigación sobre las agencias de desarrollo regionales en Chile, las mismas apoyan el desarrollo productivo y la innovación, con un fuerte apoyo desde el gobierno. Los instrumentos y/o programas de fomento productivo e innovación tienen que ajustarse a la realidad regional y no implementar los mismos programas para todo el país, debiendo, además descentralizar la toma de decisiones. Para poder cumplir con los objetivos de mediano y largo plazo, las agencias deben disponer de financiamiento predecible por un periodo relativamente largo y contar con una mayor cantidad de profesionales en el asesoramiento.

Las investigaciones realizadas acerca de los Estados Financieros también han incluido las vinculadas a empresas que son resultado de una participación público privada (PPP). Uno de esos estudios fue realizado por Heald y Georgiou (2011) donde se estudió el rol de la contabilidad. El Reino Unido fue uno de los pioneros en la utilización de este modelo en los años 90 como una nueva forma para financiar obras públicas, aunque existen algunos precedentes en los países de habla francesa y habla hispana. Las agencias internacionales que fomentan el desarrollo económico, promueven las PPP como un mecanismo de financiación, por lo que la importancia de la contabilidad en este tipo de empresas es muy relevante (Grimsey and Lewis, 2007; Hemming *et al.*, 2006; and Akitoby *et al.*, 2007).

El artículo de Heald y Georgiou (2011) ha analizado la evolución de la contabilidad de las PPP, a través de tres preguntas de investigación i) ¿en qué medida el criterio de riesgos y beneficios es consistente con las decisiones tomadas a partir de los reportes financieros de las entidades? ii) ¿en qué medida afecta el cambio de criterio de riesgos y beneficios a un enfoque de control a los Estados Financieros? y iii) ¿Cómo difiere el tratamiento de los activos en los Estados Financieros y en las cuentas nacionales?

En cuanto a la primera pregunta se ha observado que no existe consistencia en el trato contable de los diferentes proyectos de las PPP, bajo el método de riesgos y beneficios. El rol del arbitraje entre distintas normas (contables de aplicación a empresas privadas y empresas públicas) ha tenido un protagonismo destacado, sin embargo cuando existen fuertes incentivos se busca explotar estas oportunidades de arbitraje. Mientras que desde el ámbito estatal se adoptan las políticas en marco de un mayor control y de acuerdos con auditores, por parte de la participación privada el tratamiento contable se conduce en base a políticas que permitan pagar dividendos y minimizar el pago de impuestos. Corresponde a dos variables sugeridas por Watts y Zimmerman (1986) como explicativas de opciones de contabilidad en una empresa de acuerdo con el artículo de Heald y Georgiou (2011).

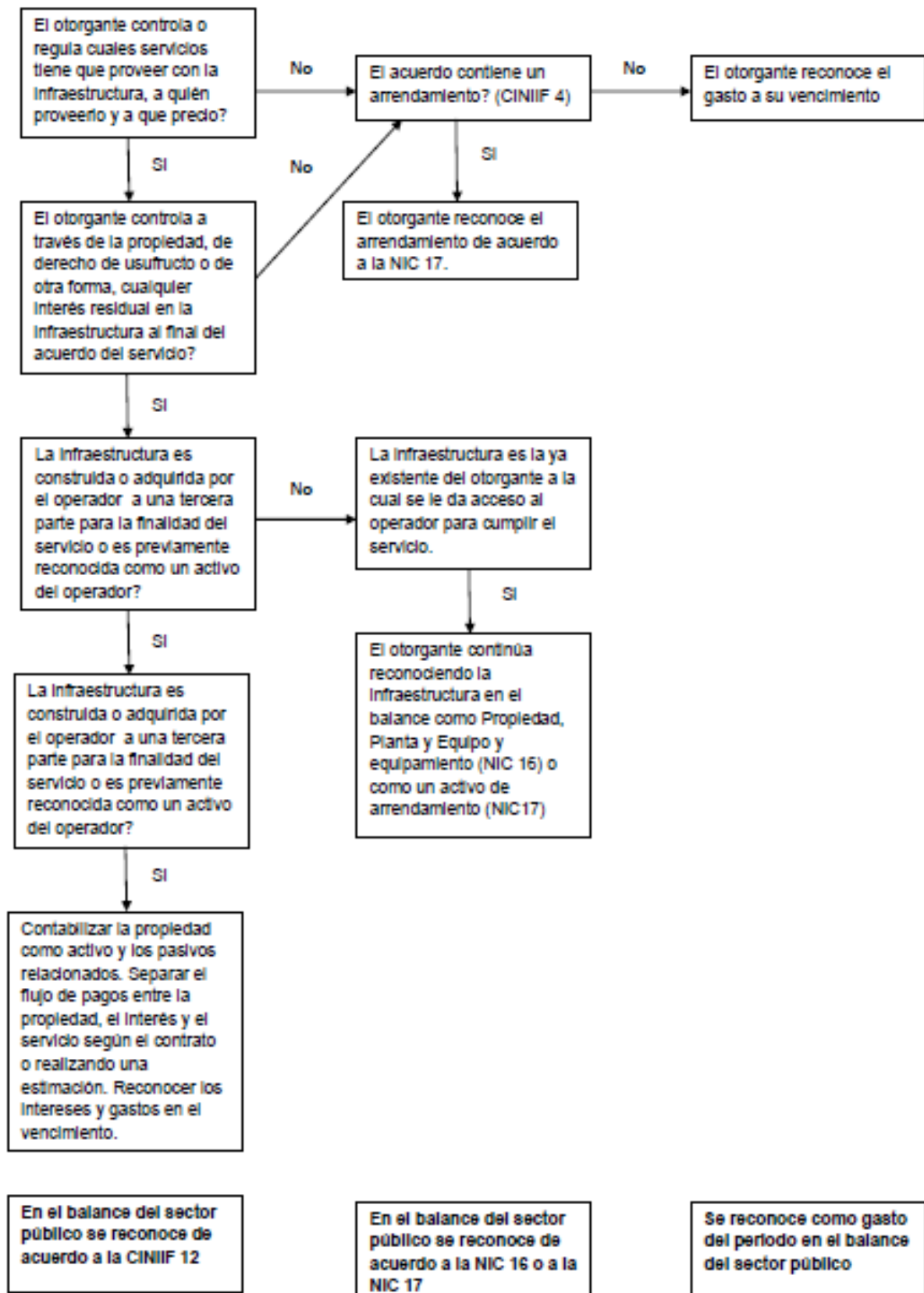
En cuanto a la segunda respuesta se determinó que existe un cambio positivo al cambiar de enfoque. Parece que hay una creencia de que el enfoque de control es más objetivo que el enfoque de riesgos y beneficios y por lo tanto menos vulnerable a la manipulación. Sin embargo, esta mejora de objetividad puede en parte ser ilusoria, porque se requiere de indicadores de control que podrían elegirse para favorecer tratamientos particulares. Los mismos se elaborarán en torno a los indicadores de control del Comité de Interpretaciones de Normas de Información Financiera (CINIIF) 12. La dificultad de larga data en el desarrollo de indicadores de control sin ambigüedades en el área de estados consolidados, es indicativo de los problemas que se encontrarán en la aplicación de los indicadores de la CINIIF 12. Es probable que existan menos oportunidades de arbitraje dentro de la información financiera de los PPP como resultado de la convergencia de CINIIF 12, donde el problema podría ser las ambigüedades inherentes al "control" y "regulación".

En cuanto a la tercera pregunta de investigación, Heald y Georgiou (2011), mencionan que existió una alineación de la contabilidad nacional, después de 2006, con el tratamiento de información financiera de los activos de las PPP incorporando los efectos del arbitraje. Se prestó suficiente atención a cómo el enfoque de riesgos y beneficios se había aplicado. El enfoque de arbitraje ahora está cambiando la brecha entre los requerimientos de la CINIIF 12 (basado en el control) y las directrices de Eurostat (basados en una versión débil de riesgos y beneficios). Los autores hacen mención a que desde los años 2009-10, la contabilidad del gobierno del Reino Unido será sobre la base de la CINIIF 12, mientras que la planificación y el presupuesto seguirá la guía de Eurostat (Tesorería, 2009).

Heald y Georgiou (2011) en su artículo incluyen el Cuadro 3 con las adaptaciones realizadas, por parte del Tesoro del Reino Unido, a la CINIIF 12 (pensada y aplicada al ámbito privado) para su aplicación en el Sector Público como un espejo de la misma. El hecho de que el operador privado generalmente no contabiliza la propiedad de la concesión, implica que el sector público lo deba de hacer.

Cuadro 3. Adaptación de la CINIIF 12 para el Sector Público

Adaptación de la CINIIF 12 para el sector Público de un PPP por el Tesoro de Reino Unido



Fuente: Heald y Georgiou (2011)

Reynaers (2013) realizó un estudio de los valores públicos en las PPP. Para lo que primero hizo una revisión bibliográfica del término PPP ya que ha dado lugar a mucha confusión. Hodge (2010), por ejemplo, distingue cinco variaciones de las PPP: la cooperación institucional para la producción conjunta y la distribución del riesgo, las redes de políticas públicas, la sociedad civil y el desarrollo comunitario, la renovación urbana y el desarrollo económico, y contratos de infraestructura a largo plazo (*LTICs* por sus siglas en inglés). El estudio aborda un tipo específico de *LTIC*, conocido como proyectos para diseñar-construir-financiar-mantener-operar (*DBFMO* por sus siglas en inglés) (Bult-Spiering y Dewulf 2006).

Con el fin de develar que es lo que ocurre con los valores públicos en las PPP y qué condiciones y en qué medida afectan a los mismos, esta investigación llevó a cabo un estudio de caso de un Proyecto *DBFMO*.

El estudio demuestra que no se puede responder con un simple sí o no si los valores públicos contribuyen a las *DBFMO*. Los valores públicos de estas entidades pueden contribuir al desarrollo de las mismas dependiendo de la fase en las que estén, el proyecto de que se trate y el típico específico de instrumento que se utilice.

2.2.2 Calidad de la Información Financiera

Los principales determinantes de la calidad de la información financiera han sido estudiados durante años por reconocidos autores, siendo uno de los focos más considerados por la literatura de dichos temas. A continuación se realiza un análisis de algunos aspectos que son utilizados en estudios recientes para poder comprender y aplicar sobre los Estados Financieros y sus consideraciones.

Martínez-Ferrero (2014) realizó un estudio sobre si la calidad de la información financiera tenía incidencia sobre el desempeño financiero en las empresas. Para ello realizó una revisión bibliográfica donde encontró que los axiomas más utilizados para demostrar la calidad de la información financiera en la literatura son i) calidad de las ganancias, ii) contabilidad conservadora y iii) calidad de los devengos.

La calidad de las ganancias está asociada negativamente con el concepto de manipulación de ganancias (Dechow y Dichev, 2002), por lo que a una mayor posibilidad de manipulación de las ganancias por parte de la gerencia de la empresa, menor será la calidad de la información financiera. El conservadurismo en la contabilidad, implica incorporar las pérdidas en la contabilidad previo a las ganancias siendo esta una práctica de prudencia (Ball *et al.*, 2000). Siguiendo esta línea de investigación García-Lara *et al.* (2010) y Ahmed y Duellmand (2011) obtuvieron evidencia empírica de la asociación positiva entre la contabilidad conservadora y la rentabilidad futura, debido a las mejoras en la eficiencia de las inversiones. Asimismo, la calidad de los devengos es alcanzada cuando la información brindada a los inversores está libre de errores y de sesgos, intencionales o de los otros (Lu *et al.*, 2012).

En la investigación realizada por Martínez-Ferrero (2014) son utilizados otros factores que influyen entre la calidad de la información financiera y el desempeño de las empresas. El nivel de corrupción, el sistema contable y el ciclo económico son algunos de ellos. La muestra utilizada para testear las hipótesis está constituida por 1960 observaciones de Estados Financieros (no incluyen empresas del sector financiero) por el periodo 2002-2010, de 25 regiones y países diferentes.

Fueron utilizados distintos modelos para poder analizar las variables determinadas. El testeo del manejo de las ganancias se realizó a través del devengamiento de las mismas, utilizando el modelo de Kothari (Kothari *et al.*, 2005), basado en el modelo de Jones (1991) y Dechow *et al.* (1995), pero separando los componentes discrecionales de los no discrecionales y deflactando la ecuación por el retorno de los activos. Para comprobar el grado de conservadurismo de la contabilidad se basó en el modelo propuesto por Khan y Watts (2009) que es una variación del modelo de Basu (1997), en donde la variable dependiente es el ingreso neto dividido el valor patrimonial. Mientras que para medir la calidad de los devengos se utiliza el modelo de Ball y Shivakumar (2006), que analiza la variación del capital de trabajo a través de la variación del flujo de caja operativo, variación en los ingresos e importe de la propiedad planta y equipo. Al momento de considerar los

demás factores que influyen en la relación, se fueron incorporando variables con el objetivo de medir su incidencia.

Martínez-Ferrero (2014), utilizó como variables de control el Tamaño, el Apalancamiento, el Riesgo, la Liquidez y la Industria. i) Tamaño, medido como el logaritmo total de activos, es comúnmente utilizado como una variable determinante en la calidad de la información financiera, aunque su efecto es contradictorio; ii) Apalancamiento, riesgo de deuda o de quiebra y se calcula como el ratio de pasivo sobre patrimonio. Tu (2012) encontró que a mayores ratios de endeudamiento mayor es el manejo de las ganancias; iii) Riesgo, representa el nivel de riesgo sistemático al que está expuesta una empresa y se mide por el beta del mercado. Para las empresas que se exponen a mayores riesgos de mercado se espera un menor nivel de la calidad de las ganancias; iv) Liquidez, medida como activos corrientes sobre pasivos corrientes, refleja la capacidad de la empresa para funcionar normalmente en el corto tiempo, se espera mayor calidad de la información financiera a mayor liquidez; v) Industria, siendo considerada la industria en la que está inmersa la empresa, ya que la calidad de la información financiera puede variar en función de la industria a la que pertenezca.

Martínez-Ferrero (2014) obtiene los siguientes resultados: i) para el primer axioma considerado que la medida de calidad en las ganancias es estadísticamente muy significativa y está relacionada negativamente con el desempeño de la empresa determinando que un alto nivel en el manejo de las ganancias implica una menor calidad de la información financiera. ii) El segundo axioma utilizado sobre el conservadurismo en la contabilidad también soporta la hipótesis que las compañías que difieren en el tiempo las revelaciones sobre buenas noticias en las ganancias y muestran antes las malas noticias tienen un mejor desempeño. iii) Mientras que la calidad del devengamiento, tercer axioma puesto a consideración, también permitió comprobar la hipótesis ya que se pudo apreciar una relación positiva entre un alto nivel de la calidad del devengamiento y un buen desempeño en las empresas.

Asimismo, las hipótesis relacionadas a los factores influyentes también se comprobaron, teniendo como resultado un efecto positivo en la calidad de la información financiera sobre el desempeño de la empresa. Esta relación se ve aumentada en aquellos países con una percepción de bajos niveles de corrupción, así como también en aquellos países que han adoptado las NIIF, o en aquellos países que utilizan el sistema contable continental o británico y en periodos de expansión económica.

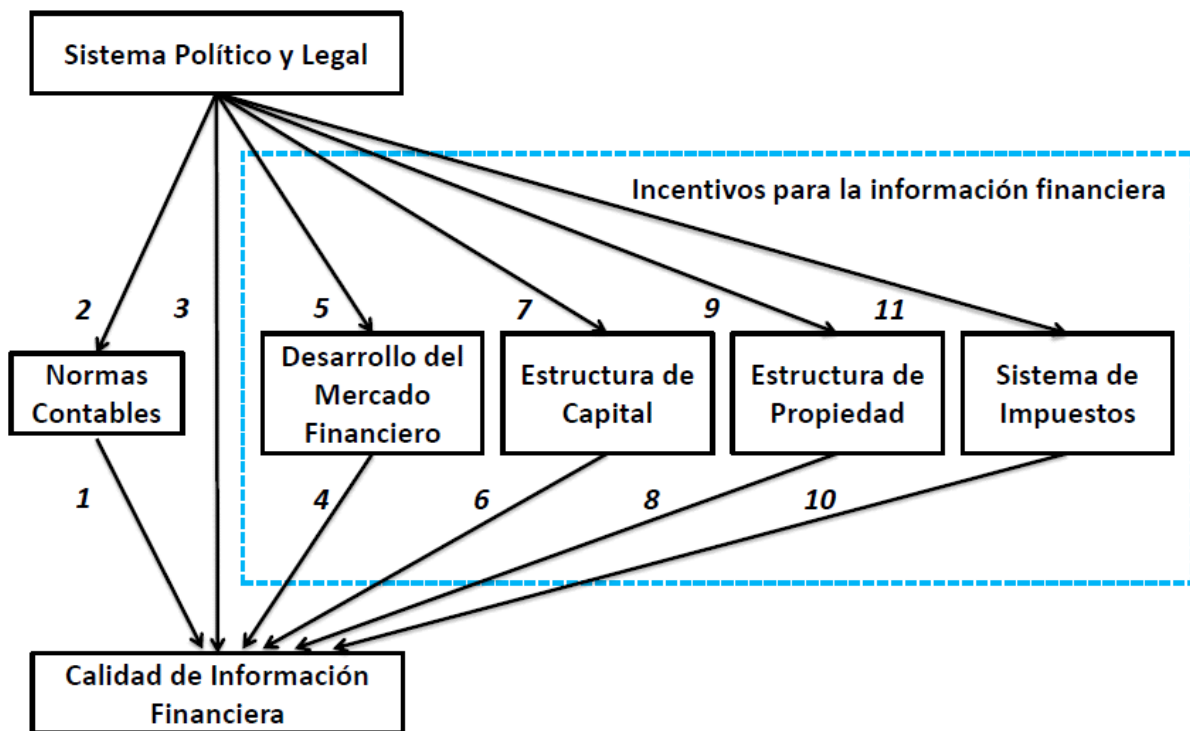
Martinez-Ferrero (2014) concluye en dicho estudio que aquellas compañías con reportes financieros de calidad (asociados a ganancias de calidad, contabilidad conservadora y calidad en los devengos) tienen un mejor desempeño financiero, medido por la confianza de los inversores en el mercado, no solo en el presente sino que también en el pasado y en el futuro.

Dechow, Ge y Schrand (2010) a partir de la *SFAC 1 (Statement of Financial Accounting Concepts)* definen que a mayor calidad de las ganancias se provee más información sobre las características del desempeño financiero de una empresa, que es considerada relevante para decisiones específicas hechas por un tomador de decisiones específico.

Los autores han realizado una revisión bibliográfica sobre los axiomas de calidad de las ganancias, encontrando que los mismos se pueden dividir en tres tipos, i) Propiedades de las ganancias, que incluyen persistencia de las ganancias y devengos, regularidad de las ganancias, asimetrías en el tiempo y oportunidad del reconocimiento de las pérdidas; ii) Capacidad de respuesta de los inversores a las ganancias, que incluye el coeficiente de sensibilidad a las ganancias y el modelo ganancia-retorno para medir la calidad de las ganancias relacionados con otros factores tales como la calidad del auditor; iii) indicadores externos de representaciones erróneas de las ganancias como ser, *Accounting and Auditing Enforcement Releases (AAERS)*, re-expresiones y deficiencias en los controles internos medidos bajo *Sabarnes Oxley*.

Soderstrom y Sun (2007) determinaron que los estándares contables, el sistema legal y político y los incentivos para realizar reportes financieros influyen en la calidad de la información. Entonces es esperable que si el *International Accounting Standards Board (IASB)* mejora la calidad de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) los Estados Financieros realizados bajo NIIF entonces incrementarían la relevancia y confiabilidad. Comprix *et al.* (2003) encontró una reacción positiva del mercado tras el conocimiento de la adopción obligatoria de las NIIF en la Unión Europea, esto relacionado con la cantidad de revelaciones que están exigen y las medidas de devengamiento confrontadas con la normativa nacional. Sin embargo esta teoría tiene oponentes, ya que un conjunto de estándares no siempre es adecuado para todas las situaciones y por lo tanto no va a mejorar de forma uniforme la relevancia y confiabilidad. Se puede apreciar un resumen en el Cuadro 4.

Cuadro 4. Calidad de información financiera por adopción de NIIF



Fuente: Soderstrom y Sun (2007)

En esta línea de investigación, Ahmed, Neel y Wang (2013) realizaron un estudio para analizar si la adopción obligatoria de las NIIF mejoraba la calidad de la información financiera. El efecto de esta adopción va a depender de si los Principios

de Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA) nacionales tienen mayor nivel de calidad que las NIIF, entendiéndose por mayor calidad de información financiera una reducción en la discrecionalidad de los resultados, que disminuye las irregularidades inherentes o reduce la sobrevaloración de las ganancias.

Para esto analizaron tres variables que son altamente aceptadas por la literatura para medir la calidad de la información financiera como son la regularidad de los ingresos, los reportes agresivos y la manipulación de las ganancias.

Para la investigación compararon los cambios en la calidad de la contabilidad en empresas que adoptaron NIIF con respecto a otras empresas que no estaban obligadas a presentar bajo este marco normativo, en el periodo comprendido entre el 2002 y el 2007.

En los resultados se puede observar que aumenta la regularidad de los ingresos de las empresas que adoptan NIIF, especialmente a través de la disminución de la volatilidad del ingreso neto. Sin embargo, se demostró que bajo la adopción de las NIIF el devengamiento aplicado es más agresivo, lo que se evidencia tras la oportunidad del reconocimiento de las pérdidas. Para el tercer axioma analizado no se encontró evidencia consistente. Si bien la evidencia obtenida no es consistente para todos los axiomas analizados, evaluando los resultados en su totalidad sugieren que al adoptar las NIIF la calidad de la información financiera disminuye.

Hope, Thomas y Vyas (2013) encontraron que las empresas abiertas, denominadas públicas en USA, tienen una mayor calidad en el devengamiento de los ingresos y son más conservadores que las empresas denominadas privadas, debido a que los usuarios de los Estados Financieros de estas empresas les demandan mayor información financiera. Dicho enfoque encuentra una mitigación en los casos que las empresas abiertas son más propensas a administrar los ingresos o puedan presentar menor información financiera.

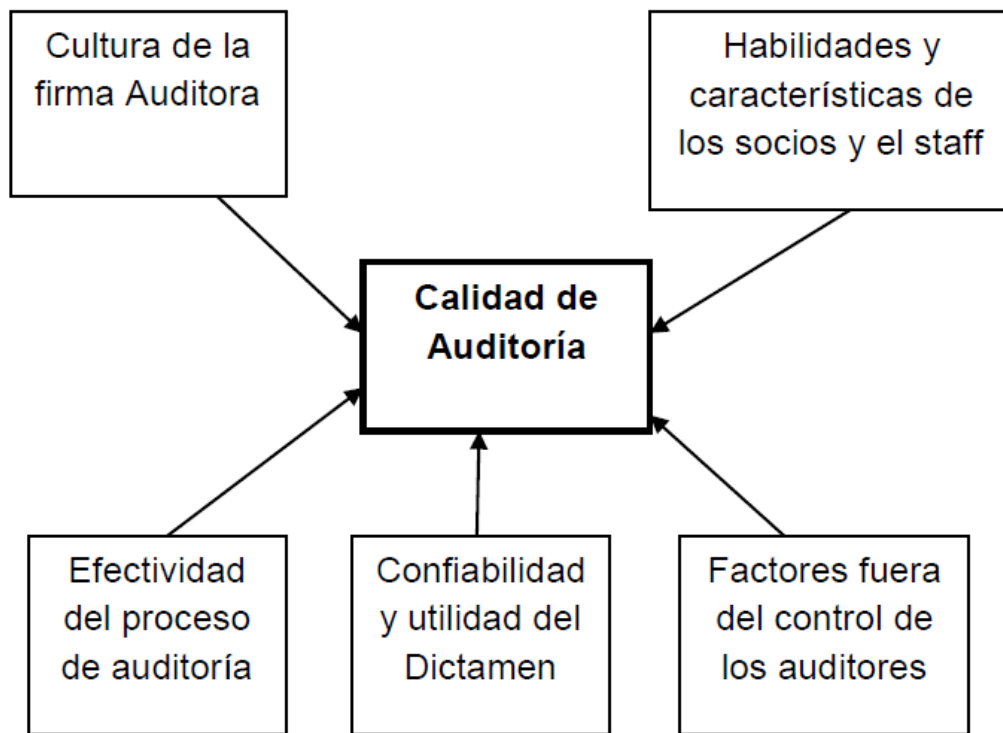
Más recientemente Persakis y Latridis (2015) realizaron un estudio sobre el impacto de la crisis financiera global de 2008 en la calidad de las ganancias de las empresas que cotizan en bolsa en los países avanzados. Mediante el análisis de regresiones lineales sobre más de 135.000 observaciones (empresas/año) se examinó la calidad de las ganancias utilizando distintas variables como el conservadurismo, el valor de relevancia, la calidad de los devengamientos, la persistencia en los ingresos, la previsibilidad de las ganancias y la suavidad de las mismas. El resultado muestra que durante la crisis financiera la calidad de las ganancias tuvo un decrecimiento. Concluyen también que en un intento por hacer frente a la recesión, los gerentes tienen un incentivo para aplicar un conservadurismo más agresivo, disminuir la previsibilidad de ganancias y generar mayores devengamientos.

2.2.3 Calidad de la Auditoría Externa

Durante años muchos diversos autores han trabajado sobre como determinar si la auditoría de Estados Financieros es de calidad o no, Simunic (1984), Francis (1984, 2006), Knechel (2013), entre otros. Para ello han estudiado las distintas variables de las que depende la calidad. Entre ellas se encuentra el tamaño de la firma de auditoría medido a través de los ingresos, cantidad de clientes, cantidad de empleados entre otros (Francis, 1984), la independencia del auditor (Simunic, 1984; Francis, 2006), otros servicios no de auditoría prestados a la empresa, la antigüedad del encargo o del socio (Carcello y Nagy, 2004), los honorarios de auditoría (Carcello *et al.*, 2002), la especialización en la industria (Craswell *et al.*, 1995), las horas de auditorías dedicadas al encargo (O'Keefe *et al.*, 1994) o las horas de entrenamiento (Chen *et al.*, 2008a; Deloitte, 2010).

El *UK's Financial Reporting Council*, de acuerdo a lo mencionado por Knechel *et al.* (2013) realizó un marco conceptual de calidad de auditoría donde apunta a cinco aspectos claves: la cultura de la firma auditora, habilidades y calidad de socios y personal de las firmas, efectividad del proceso de auditoría, confiabilidad y utilidad del reporte de auditoría y factores que no controlan los auditores, ver Cuadro 5.

Cuadro 5. Marco Conceptual de la Calidad de Auditoría para el Consejo de Información Financiera de Reino Unido



Fuente: Consejo de Información Financiera de Reino Unido (2008)

Francis (2004) ha realizado una revisión bibliográfica sobre lo investigado acerca de la calidad de auditoría. Dicha calidad se puede conceptualizar como una variable continua que puede ir desde muy baja a muy alta. La evidencia de los estudios empíricos (Palmrose, 1988, Andersen et al., 1992, Palmrose, 1997) han demostrado que las fallas de auditoría son mínimas, menos del 1% anual y los honorarios de auditoría son pequeños, menos del 0,1% de las ventas agregadas de los clientes. Por lo que se sugiere que existe un nivel aceptable de calidad de auditoría a un bajo costo.

Según Francis (2004) las fallas de auditoría ocurren en dos circunstancias: cuando no se cumplen con los principios contables generalmente aceptados (PCGA) o cuando el auditor falla en el tipo de opinión que da. La calidad de auditoría es inversamente proporcional a las fallas de auditoría, cuánto más alto el ratio de fallas de auditoría menor la calidad de la auditoría.

Palmrose (2000) documentó alrededor de 1.000 casos de juicios contra firmas auditoras durante el periodo 1960-1995, un promedio de 28 por año, sobre un total de 10.000 auditorías publicadas en los Estados Unidos, da un ratio de fallas del 0,28%. Este ratio aún baja al 50% si se trata de juicios ganados a firmas de auditorías.

Francis (2011) hace mención a que los litigios tienen un resultado favorable en detrimento de los auditores en pocas ocasiones, en parte debido a que las firmas de auditoría intentan resolver las disputas antes de que lleguen a un juicio con todas las formalidades o realizan un acuerdo evitando una resolución judicial que perjudique su reputación. Otra medida para analizar las fallas de auditorías se puede medir a través del ratio de quiebras en empresas, aunque este ratio también es muy bajo, siendo de 40 casos por año (Francis y Krishnan, 2002). También estaría mal presumir que una empresa quiebra porque hubo una falla de auditoría.

Sin embargo, estos ratios muestran los casos en los que la auditoría ha fallado y se ha detectado, no existe evidencia sobre aquellas fallas no detectadas de auditoría. Entonces se puede concluir que las fallas de auditoría con consecuencias materiales son menores.

Lennox (1999) realizó una observación sobre 62.094 Estados Financieros de empresas en el período comprendido entre 1995 y 2002, utilizando la población del Compustat. En las mismas se observaron 5.822 párrafos de empresa en marcha por parte de los auditores siendo 785 las empresas que se presentaron en quiebra.

De los 5.822 casos con párrafo de error tipo 1, 5.467 no presentaron quiebra en el período posterior de 12 meses, determinando un ratio de 8,92%. Un error tipo 2, generado por una sub-calificación por parte del auditor, se observa en que de las 785 empresas que se presentaron en quiebra, 430 no presentaban un párrafo de empresa en marcha por parte del auditor, siendo el ratio de un 55%.

Francis y Krishnan (1999) demostraron que las *Big 4* tienen un umbral más bajo para emitir opiniones con párrafo de negocio en marcha, lo que indica reportes más conservadores.

Cuando se evalúa la calidad de la auditoría es importante analizar la ecuación costo-beneficio. Francis (2004) analizó los costos de las auditorías durante el periodo 2002-2003 usando las revelaciones de honorarios de Auditoría en los Estados Financieros en las empresas públicas de los Estados Unidos de Norteamérica, determinando que el costo de las mismas representa el 0,04% de las ventas de las empresas. Este análisis se abrió por tamaño de empresa y de acuerdo a lo esperado para el décimo de empresas más chicas el promedio de porcentaje asciende a 2% de las ventas y en el décimo superior representa menos del 0,01%. Que el costo de las auditorías sea bajo en relación con el ratio de fallas no significa que las auditorías sean de calidad, ya que las fallas son el extremo más bajo de la calidad de auditoría posible, existiendo muchos más grados de calidad.

Una línea de investigación sobre la calidad de auditoría, se basa en que la calidad de la auditoría depende de quién sea el auditor. De Angelo (1981) argumentó que el tamaño de la firma de auditoría es un axioma de calidad, porque un cliente sólo nunca es tan importante para una firma grande y tiene una mayor reputación para perder si reporta con fallas. En el mismo sentido se ha estudiado que las ex *Big 8* (luego *Big 6* y ahora *Big 4*) han establecido una marca y una reputación que las incentiva a prestar servicios de calidad (Simunic y Stein, 1987; Francis y Wilson, 1988).

La evidencia indica que las compañías con más controles internos son más propensas a contratar a las firmas *Big 4* por los costos de agencia más elevados que mantienen (Francis y Wilson, 1988; Defond, 1992, Francis et al., 1999). En el mismo sentido se argumenta que las firmas con un grado importante de incertidumbre inherente y una gran asimetría de la información tienen un incentivo para contratar auditores que brinden servicios de calidad (Francis y Wilson, 1988; Defond, 1992; Francis et al., 1999).

Relacionado es el estudio realizado por Mendes y Figueiredo (2013), cuya motivación fue estudiar si la dimensión de una firma auditora y la cantidad de auditores dentro de la misma, inciden en el costo de la deuda de la empresa auditada y por lo tanto analizar la utilidad de la auditoría de la información financiera como fuente de confianza para determinados *stakeholders* como lo son los bancos. La contribución del estudio se enfoca en el debate de la importancia de la auditoría sobre los costos de agencia de las empresas auditadas y más específicamente analizar si la calidad de la auditoría medida a través del tamaño de la firma auditada (*Big 4* o *non-Big 4*) afecta sobre la decisión de los bancos al momento de definir las condiciones de la financiación a otorgar.

Francis (2011) concluye que la elección del auditor por las empresas no ocurre en forma aleatoria sobre una lista de firmas auditoras calificadas, sino que son las empresas que seleccionan según sus intereses y conocimientos al auditor que desarrolle un análisis de sus Estados Financieros. Ante ello es posible que las compañías con características innatas y que son más propensos a un determinado nivel de ingresos, elijan un determinado tipo de auditores. Utiliza como ejemplo, que las compañías que eligen una *Big 4* tienden a tener un mejor sistema de control que prevenga la sub-información y una manipulación agresiva de las ganancias que pueda disminuir la calidad de los ingresos.

Palmrose (1988) y Feroz *et al.* (1991) corroboraron que las *Big 4* son demandadas en la justicia menos frecuentemente que las *non-Big 4* y las *Big 4* son menos sancionados por la *Security Exchange Commission (SEC)*, aunque otra explicación sobre este tema es que no es que sean mejores sino que tienen más recursos para enfrentar demandas y regulaciones.

Francis (2011) menciona que las firmas auditoras afirman que realizan las mejores prácticas en los procesos que aplican en sus trabajos de auditoría, pero las mismas no han sido producto de verificación con suficiente base científica. Esto se debe a que no existe acceso a la información interna de como los auditores toman las decisiones con respecto sobre si incluir o no párrafos en el informe o proponer ajustes a los Estados Financieros de las empresas.

Otro determinante de la auditoría es como responden las firmas a las presiones de los clientes. Kam-Wah Lai (2013) hizo una investigación para verificar si los clientes de la ex firma Arthur Andersen (Andersen) son más riesgosos y pueden presionar más a las firmas *non-Big 4* por ser más grandes que los demás clientes de estas firmas. Para testear la hipótesis el trabajo se realiza utilizando dos modelos de regresiones y la muestra parte de una base de los reportes de los años 2001 y 2002. Utilizaron un modelo de regresión lineal donde la variable dependiente es la opinión modificada y se explica mediante la variable de si la firma actual es una *Big 4* y la anterior era Andersen, agregándole variables de control. Y por otro lado el modelo de Jones (1991) para medir los devengamientos discrecionales donde las variables explicativas utilizadas son si la firma actual es una *Big 4* y la anterior era Andersen, agregando también las respectivas variables de control. Los resultados del primer modelo utilizado sugieren que los auditores *Big 4* son más propensos y los *non-Big 4* menos propensos a emitir una opinión con párrafo de negocio en marcha a los clientes que antes eran auditados por Andersen. Esto es consistente con la teoría que las firmas *Big 4* están más preocupadas por el riesgo de litigio y reportan de forma más conservadora. El segundo modelo utilizado muestra que las firmas *Big 4* son más propensas en contraer el nivel de discrecionalidad de los devengamientos de sus clientes a nivel general y también a nivel de los ex clientes de Andersen comparados con firmas *non-Big 4*. Los clientes de la ex Andersen pueden ser percibidos como más riesgosos por su auditor anterior para los nuevos auditores. Por lo tanto puede ser que los nuevos auditores traten de forma más conservadora a estos clientes dependiendo la aversión al riesgo para afrontar litigios y la capacidad de soportar presión de sus clientes. El estudio sugiere que las firmas *Big 4* reportaron en años siguientes de forma más conservadora que las *Non-Big 4*.

En otra línea de investigación se analiza si la reducción de los honorarios de auditoría debido a la crisis financiera global de 2008 afectó la calidad de los reportes contables como había puesto en tela de juicio el *Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB)* y la *SEC* ante la situación generada. Krishnan y Zhang (2014) comprobaron que la reducción en los honorarios de auditoría no está asociada con la calidad de los reportes financieros en instituciones

bancarias en EEUU. Se examinó la relación de la reducción de honorarios de auditoría mediante cuatro axiomas. Estos son el devengamiento anormal de las pérdidas por préstamos incobrables, la validez de la previsión por préstamos incobrables, la oportunidad de la previsión por préstamos incobrables y la re-expresión de los Estados Financieros. Los resultados para la asociación entre la reducción de honorarios de auditoría y el devengamiento anormal de la previsión por préstamos incobrables se dividen en los bancos auditados por las firmas de auditoría *Big 4* y las *non-Big 4*. Para ambos casos se observa que no existe relación entre la reducción de honorarios de auditoría y los devengamientos anormales, incluso para el caso de las firmas *Big 4* la reducción de honorarios se asocia con una baja en la discrecionalidad de los devengamientos. La validez de la previsión por préstamos incobrables y la reducción de honorarios son más altas para los bancos que recibieron una reducción de más del 25% en los honorarios de auditoría. También se valida que la reducción de honorarios de auditoría no afecta la oportunidad del reconocimiento en las pérdidas por incobrabilidad indiferentemente si el auditor es una *Big 4* o *non-Big 4*. Por último se corrió una regresión lineal para verificar una correlación entre la reducción de honorarios de auditoría y la re expresión de Estados Financieros, resultando que no existe una correlación entre ambas variables. El estudio demostró que no existió relación entre la disminución de los honorarios de auditoría en las instituciones financieras de EEUU y la calidad de la información financiera.

La evidencia obtenida desde los Estados Financieros también sugiere que las auditorías de las *Big 4* son de mayor calidad, usando el paradigma de devengamientos anormales de Jones (1991) donde se observa que los clientes de las firmas *Big 4* tienen un nivel más bajo de devengamientos anormales que las *non-Big 4* lo que implica un manejo menos agresivo de las ganancias (Becker *et al.*, 1998; Francis *et al.*, 1999).

En otro estudio Francis y Krishnan (1999) obtuvieron evidencia empírica sobre el nivel de devengamiento en los Estados Financieros demostrando que los Estados Financieros auditados por las 6 firmas de auditoría más grandes demostraban mayores niveles de conservadurismo. Para esto se basaron en modelos ya

probados, donde tomaban como variable dependiente el reporte del auditor y como variable independiente la intensidad del devengamiento. Para medir la intensidad del devengamiento usaron tres modelos, en el primer modelo se define devengamiento como la diferencia entre ingresos y flujo de caja operativo. En el segundo modelo desagrega la variable tomada anteriormente separando los componentes positivos (aquellos que hacen que los ingresos sean superiores al flujo de caja operativo) y los componentes negativos (aquellos que hacen que los ingresos sean inferiores al flujo de caja operativo). Por último, el tercer modelo suma los valores netos de todos los componentes definidos en el modelo dos.

2.2.4 Desarrollo de hipótesis

Como se ha mencionado anteriormente la calidad de la información de los Estados Financieros es una de las herramientas existentes para poder analizar el correcto funcionamiento de las empresas. La auditoría sobre los Estados Financieros brinda una opinión sobre los mismos y pretende generar confianza en los usuarios de dichos Estados.

Los gobernantes y sus instituciones deben brindar información a los habitantes sobre el manejo que realizan de los fondos públicos. La CND, como una de las instituciones públicas que maneja dichos fondos tiene obligación de publicar los Estados Financieros auditados de aquellas empresas que cuenten con su participación, por lo que nuestro trabajo apunta a identificar los determinantes de la calidad de la información financiera de las empresas en que la CND tiene participación y si el tipo de auditor contratados por las mismas influye en la calidad de la información financiera. Por lo mencionado surge la siguiente hipótesis:

H1: La calidad de la información financiera de las empresas en las que la CND tiene participación no depende de las características de la empresa, ni del tipo de auditor, ni de las características del entorno político y económico.

2.3 METODOLOGÍA

2.3.1 Justificación de la metodología a utilizar

Este capítulo tiene como propósito establecer la metodología de la investigación a utilizar, en el análisis de la calidad de la información financiera. En la sección, se expondrá la metodología del estudio del caso a través de un estudio empírico, así como las ventajas y desventajas de realizar este tipo de estudios. El estudio del caso es utilizado para obtener un conocimiento profundo de la CND, la agencia de promoción de inversiones uruguayas objeto de nuestro estudio.

Adicionalmente, este estudio utiliza modelos de regresión lineal para identificar los determinantes de la calidad de la información financiera de las empresas en las que la CND tiene participación.

El estudio de casos se puede definir como “una estrategia de investigación dirigida a comprender las dinámicas presentes en contextos singulares” (Eisenhardt, p.534, 1989). El objetivo de la investigación es analizar la calidad de la información financiera para un grupo particular de empresas que son aquellas que cuentan con participación de la CND.

El estudio de casos está ganando aceptación dentro de la investigación contable, este método nos permite conocer la naturaleza de la contabilidad en la práctica así como las técnicas, procedimientos y sistemas utilizados y la forma de utilizarlos. Existen diferentes tipos de casos, entre ellos se encuentran el estudio de casos exploratorio, en el que se pone a prueba una hipótesis en una práctica en concreto, luego de este paso se puede poner a prueba dicha hipótesis en un estudio de mayor escala (Ryan *et. al.*, 2002). En esta investigación el caso exploratorio son la CND y las empresas con participación de esa agencia para el desarrollo.

Ryan *et. al.* (2002) dentro del estudio de casos clasifica la naturaleza de la investigación en interpretativa o positiva. La investigación interpretativa busca desarrollar un marco teórico que sea capaz de explicar la cualidad holística de los

sistemas sociales observados y las prácticas de los actores humanos. Mientras que la investigación positiva tiene como objetivo identificar relaciones entre variables en una población objetiva y externa al investigador, con la finalidad de desarrollar teorías generales y el estudio de casos es usado como una herramienta para generar hipótesis con la intención de someterlas a comprobaciones empíricas de mayor porte.

Si bien esta investigación tiende a ser una investigación positiva ya que buscará relacionar ciertas variables entre sí con el fin de comprobar una hipótesis también tendrá un componente de investigación interpretativa ya que se intenta explicar y dar un marco teórico al tema de la calidad de la información financiera en el caso de empresas con participación de la CND.

Si bien a través de los estudios de casos es difícil hacer una generalización estadística sobre la población seleccionada, de igual forma puede ser útil para generar hipótesis. Al estudiar el caso se analizará si las observaciones están de acuerdo a la teoría existente, en caso negativo será necesario modificar la teoría. En caso de que se compruebe la teoría esto habilitará a otros investigadores a repetir el estudio ya sea en condiciones similares o en otros ámbitos. En consecuencia, mediante el estudio de casos se desarrollan, modifican o mantienen teorías.

El fin del estudio de casos no debe ser el de poder extrapolar estadísticamente los resultados, cayendo en lo que Yin (1984: p39) define como “la trampa de intentar seleccionar un caso representativo”, sino que el objetivo debería de ser la de desarrollar teoría más que de hacer un análisis estadístico.

Por este motivo, en nuestro estudio complementamos el método del caso con el estudio estadístico de relaciones entre variables por medios de modelos de regresiones lineales.

El estudio de casos tiene como ventaja, permitir centrarse en el objeto de estudio, en nuestro caso los Estados Financieros, analizando variables de dichos Estados

de un ámbito específico que son las empresas con participación de la CND. Esto, permite poder observar mayores detalles de los hechos ocurridos, pudiendo aportar resultados concretos a la investigación.

2.3.2 Estudio del Caso de la CND

La metodología utilizada para evaluar la hipótesis será el análisis de información de la CND, para lo cual se accedió a información disponible en la página web de la CND, donde se accedió a las leyes de constitución y sus modificativas, Estados Financieros y memoria anual de la CND para todo el periodo analizado y el plan estratégico quinquenal.

Asimismo, para poder corroborar los aspectos que distinguen a la CND como una “Agencia para el Desarrollo” entrevistamos autoridades en ejercicio. La información que se pretende obtener mediante dichas entrevistas está relacionada a los aspectos relevantes de este tipo de agencias que surgen de la revisión bibliográfica, principalmente del artículo de Castillo y Nelson (2003).

El objetivo de la metodología es complementar el análisis cualitativo de la información obtenida con las entrevistas a autoridades es poder enriquecer al análisis del caso y complementarlo con un análisis empírico sobre los determinantes de la calidad de la información financiera.

2.3.3 Modelos de Calidad de la Información Financiera

Para evaluar la hipótesis utilizaremos modelos de regresión lineal con medidas de calidad de información financiera: magnitud del devengamiento y manipulación de los ingresos, para lo cual utilizaremos tres modelos en los que las variables dependientes son i) devengamientos discrecionales; ii) variación de los ingresos y iii) variación del capital de trabajo:

Calidad de la información financiera = f (características de la empresa, características del auditor, factores políticos, factores económicos)

Como subrogados de la calidad de la información financiera en nuestros modelos utilizaremos los siguientes:

- Devengamientos discrecionales (DACRRUALS) la magnitud de los devengamientos discrecionales se han utilizado como una medida de calidad de información financiera utilizada (Jones, 1991, Dechow *et. al.*, 1995, Kothari, 2005). A menores devengamientos discrecionales mayor la calidad de la información financiera. Los devengamientos discrecionales se medirán como la diferencia entre el resultado contable y el flujo de efectivo proveniente de actividades de operaciones, deflactado el promedio de activos.
- Variación de ingresos (Δ NETINCOME) la manipulación de los ingresos (*Earning Management*) también ha sido utilizada por diferentes estudios para evaluar la calidad de la contabilidad (Liu, *at al.*, 2011; Martinez-Ferrero, 2014, Dechow *et. al* 2010). La gestión de las ganancias es definido como “intervención deliberada en el proceso de reporte financiero externo” (Schipper, 1989). Esta variable puede ser medida como la variación de los ingresos escalados por el total de activos, según ya se ha hecho en otros estudios (Liu, *et al.*, 2011). A menor variación de los ingresos sobre activos, mayor la calidad de la información financiera.
- La variación del capital de trabajo (Δ CT) es otra forma de medir la gestión de las ganancias (Δ CT) (Martinez-Ferrero, 2014) quién lo hace mediante el modelo de Ball y Shivakumar (2006). Liu, *et al.* (2011) también utilizo el capital de trabajo como una medida de calidad en la información financiera, este autor lo utiliza con el fin de controlar los ingresos netos volátiles debido a los flujos de efectivo volátiles. Ball y Shivakumar (2006) explican que mediante la variación de capital de trabajo también se manipulan los devengamientos a través de cuentas a cobrar, el nivel de inventarios o el reconocimiento de cuentas a pagar se pueden reconocer mayores ganancias o menores pérdidas.

Como variables independientes en los modelos utilizaremos las siguientes:

- Opinión de Auditoría (OPINION), es una variable dicotómica que toma el valor 1 si el informe es limpio o 0 si presenta salvedades o es denegada la opinión. Se espera que una opinión limpia se corresponda a una mayor calidad de la información financiera, por lo que esperamos que el coeficiente sea negativo (Francis y Krishnan, 1999; Dechow *et. al.*, 2010)
- Auditor Big 4 (B4AUDITOR), es una variable dicotómica que toma el valor 1 si el auditor es una Big 4 o 0 si el auditor no es Big 4. Es de esperar que la calidad de auditoría se corresponda positivamente con que el auditor sea una Big 4, por lo que esperamos un coeficiente negativo (De Angelo, 1981; Francis y Wilson, 1988; Dechow *et.al.*, 2010; Kam-Wah Lai, 2013, Liu, at al., 2011)
- Cambio de Auditor (CAUDITOR) Es una variable dicotómica que toma el valor 1 si se cambia de auditor y 0 si no se cambia el auditor. Es de esperar un coeficiente positivo ya que muchas empresas deciden cambiar de auditor para poder devengar más y reconocer más ingresos. (Kam-Wah Lai, 2013).
- Leverage (LEVERAGE), es el ratio de endeudamiento (pasivo sobre patrimonio) del año anterior al año de estudio escalado por el activo total de ese año (Dechow *et.al.*, 2010; Kam-Wah Lai, 2013; Martinez Ferrero, 2014, Liu, at al., 2011). Para esta variable se espera un coeficiente negativo es decir que a mayor endeudamiento mayor calidad de la información financiera ya que posee más controles externos.
- Rentabilidad (ROA), es el resultado del ejercicio dividido el activo total (Dechow *et.al.*, 2010; Kam-Wah Lai, 2013), se espera un coeficiente positivo ya que a mayor rentabilidad de la empresa mayor es el devengamiento en la misma.
- Liquidez (LIQUIDEZ), es el activo corriente dividido el pasivo corriente (Francis y Krishnan, 1999; Duréndez y Sánchez, 2008; Martinez Ferrero, 2014), para esta variable esperamos un coeficiente positivo es decir que a mayor liquidez de la empresa menores los devengamientos.

- EBITDA (Δ EBITDA), es el coeficiente de variación del Ebitda (beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones) del año de estudio con respecto al anterior (Duréndez y Sánchez, 2008), esperamos un coeficiente positivo para esta variable.
- Tamaño de la empresa (TAMAÑO), es el logaritmo neperiano del activo total a finales del año anterior al año de estudio. (Francis y Krishnan, 1999; Dechow et.al., 2010; Kam-Wah Lai, 2013; Martinez Ferrero, 2014). Para esta variable esperamos un coeficiente positivo.
- Propiedad, Planta y Equipo (PPE), es el logaritmo neperiano del importe de la propiedad, planta y equipo (Martinez-Ferrero, 2014), esta variable de control estimamos que se comporte igual a la variable TAMAÑO, es decir que tenga un coeficiente positivo.
- Emisión de Patrimonio (EISSUE), calculado como la variación porcentual del patrimonio del año de estudio respecto al anterior (Ames, 2013; Liu, et al., 2011) en ambos estudios para esta variable se obtuvo un coeficiente positivo relacionada con las variables anteriormente descritas, explicado porque las empresas pueden necesitar devengar más para obtener y mantener el financiamiento, sin embargo en este estudio no se espera un signo específico ya que un signo negativo se justificaría por controles externos adicionales por parte de las IIF.
- Emisión de Pasivo (DISSUE), calculado como la variación porcentual del pasivo (Ames, 2013; Liu, et al., 2011) al igual que en la variable anterior para ambos estudios se obtuvo un coeficiente positivo, pero no se espera un signo específico ya que un signo negativo sería explicado por la exigencia de información de calidad por parte de los financiadores de las empresas.
- Gobierno Tabaré Vázquez (VAZQUEZ), es una variable dicotómica que toma valor 1 si es un año que presidía Tabaré Vázquez y 0 para los restantes presidentes, con esta variable se busca controlar el efecto que la coyuntura política tiene sobre la calidad de la información financiera (Bertranou, 2012; Heald y Georgiou, 2011; Hodge, 2010)

- Gobierno José Mújica (MUJICA), es una variable dicotómica que toma valor 1 si es un año que presidía José Mújica y 0 para los restantes presidentes, con esta variable se busca controlar el efecto que la coyuntura política tiene sobre la calidad de la información financiera (Bertranou, 2012; Heald y Georgiou, 2011; Hodge, 2010).
- Participación de la CND (CND), es una variable que representa el porcentaje de participación que tiene la CND. Con esta variable se intenta analizar si existe relación entre la participación de la empresa y la calidad de la información financiera, no se espera ningún signo específico. (Castillo y Nelson, 2003)
- Inflación (π), estos datos son obtenidos del Banco Mundial (2015), se utiliza esta variable para controlar el efecto que la coyuntura económica tiene sobre la calidad de la información financiera (Martinez-Ferrero, 2014, Teixeira *et al.*, 2014)
- Producto Bruto Interno (Δ PBI), estos datos son obtenidos del Banco Mundial (2015), se utiliza esta variable para controlar el efecto que la coyuntura económica tiene sobre la calidad de la información financiera (Martinez-Ferrero, 2014, Gambetta *et al.* 2015, Teixeira *et al.*, 2014)

Se utilizan las industrias con más observaciones para controlar el efecto que tienen las mismas sobre la calidad de la información financiera (Duréndez y Sánchez, 2008; Martinez-Ferrero, 2014):

- Industria de las Telecomunicaciones (TELECOMUNICACIONES), Es una variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa que pertenece al rubro telecomunicaciones y 0 para otras industrias, se investiga si existe relación entre esta industria con la calidad de la información financiera. No se espera ningún signo en particular.
- Industria Ferroviaria (FERROVIARIA), Es una variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa que pertenece a la industria ferroviaria y 0 para otras industrias, se investiga si existe relación entre esta industria con la calidad de la información financiera. No se espera ningún signo en particular.

- Industria de la Construcción (CONSTRUCCION), Es una variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa que pertenece a la industria de la construcción y 0 para otras industrias, se investiga si existe relación entre esta industria con la calidad de la información financiera. No se espera ningún signo en particular.
- Industria Textil Lanera (TEXTIL LANERA), Es una variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa que pertenece a la industria textil lanera y 0 para otras industrias, se investiga si existe relación entre esta industria con la calidad de la información financiera. No se espera ningún signo en particular.

En Uruguay no es obligatorio la revelación de los honorarios de auditoría en los Estados Financieros, por lo que no es una variable que se pueda utilizar, como sí lo hicieron otros investigadores, Francis (2004), Hribar, Kravet y Wilson (2011) y Krishnan y Zhang (2014), para poder comprobar si en el caso de las empresas que cuenten con participación de la CND es una determinante de la calidad de la información financiera.

Cuadro 6. Modelo a utilizar

Variable Dependiente	Etiqueta	Concepto y Cálculo	
Devengamientos Discrecionales	DACCRUALS	Medido como la diferencia entre el resultado contable y el flujo de efectivo proveniente de operaciones, deflactado por el promedio del activo.	
Variación de Ingresos	Δ NETINCOME	Medido como la variación de los ingresos, escalados por el total de activos	
Variación del Capital de Trabajo	Δ CT	Medido como la variación de cuentas a cobrar más la variación de inventarios menos la variación de cuentas a pagar menos la variación de impuestos a pagar más la variación de otros activos. Se excluye la variación del efectivo.	
Variables Explicativas	Etiqueta	Concepto y Cálculo	Signo Esperado

Opinión de Auditoría	OPINION	Es una variable dicotómica que toma el valor 1 si el informe es limpio o 0 para el resto de las opiniones.	(-)
Auditor Big 4	B4AUDITOR	Es una variable dicotómica que toma el valor 1 si el auditor es una Big 4 o 0 si el auditor no es Big 4.	(-)
Cambio de Auditor	CAUDITOR	Es una variable dicotómica que toma el valor 1 si se cambia de auditor y 0 si no se cambia el auditor.	(+)
Endeudamiento Total	LEVERAGE	Es el ratio de endeudamiento del año anterior escalado por el logaritmo neperiano del activo total de ese año.	(-)
Rentabilidad	ROA	Es el resultado del ejercicio dividido el activo total.	(+)
Liquidez	LIQUIDEZ	Es el activo corriente dividido el pasivo corriente.	(-)
EBITDA	Δ EBITDA	Es el porcentaje de variación del EBITDA (beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones).	(+)
Tamaño de la empresa	TAMAÑO	Es el logaritmo neperiano del activo total del año anterior.	(+)
Propiedad, Planta y Equipo	PPE	Es el logaritmo neperiano del saldo de propiedad, planta y equipo.	(+)
Emisión de Patrimonio	EISSUE	Calculado como la variación porcentual del patrimonio.	(+ / -)
Emisión de Pasivo	DISSUE	Calculado como la variación porcentual del pasivo.	(+ / -)
Gobierno Tabaré Vázquez	VAZQUEZ	Es una variable dicotómica que toma valor 1 si es un año del periodo de gobierno de	(+ / -)

		Tabaré Vázquez y 0 para otros.	
Gobierno José Mujica	MUJICA	Es una variable dicotómica que toma valor 1 si es un año del periodo de gobierno de José Mujica y 0 para otros.	(+ / -)
Participación de la CND	PARTCND	Esta variable es el porcentaje de participación que la CND tiene en la empresa	(+ / -)
Inflación	π	Esta variable corresponde al porcentaje de la inflación del periodo.	(+)
Producto Bruto Interno	Δ PBI	Esta variable representa la variación del Producto Bruto interno del año.	(+)
Industria de las Telecomunicaciones	TELECOMUNICACIONES	Es una variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa que pertenece a la industria de las telecomunicaciones y 0 para otras industrias.	(+ / -)
Industria Ferroviaria	FERROVIARIA	Es una variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa que pertenece a la industria ferroviaria y 0 para otras industrias.	(+ / -)
Industria de la Construcción	CONSTRUCCIÓN	Es una variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa que pertenece a la industria de la construcción y 0 para otras industrias.	(+ / -)
Industria Textil Lanera	TEXTIL LANERA	Es una variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa que pertenece a la industria textil lanera y 0 para otras industrias.	(+ / -)

2.3.4 Datos

Con el fin de comprobar la hipótesis mencionada, se obtuvieron los Estados Financieros auditados de la CND y de las empresas con participación de la misma en su sitio web oficial. Para algunos balances que la información no surgía de la página de la CND, se obtuvieron de las páginas web de las propias empresas o de la página web del Banco Central de Uruguay. Para lo cual contamos con 122 Estados Financieros desde los años 2003 hasta el 2014. Pertenecientes a 20 empresas, de diferentes industrias.

De la población inicial eliminamos 5 observaciones del año 2003 porque no contamos con información comparativa para poder construir las variables explicativas, también se eliminaron 3 observaciones del año 2004 y 1 del 2005 por el mismo motivo. En otro orden se eliminaron 5 observaciones por ser una empresa sin actividad (Egiral S.A.) y otra observación por ser una empresa en formación (Valer en Formación S.A.). Por último eliminamos 13 observaciones correspondientes a empresas que pertenecen al sector financiero (CADASA y CONAFIN AFISA). Quedando finalmente 91 observaciones para analizar, las cuales un panel desbalanceado de empresas para el periodo mencionado.

Las variables contables fueron construidas en base a los Estados Financieros de las empresas. Las variables inflación y producto bruto interno fueron extraídos de la página web del Banco Mundial (2015).

2.4 RESULTADOS Y ANÁLISIS

2.4.1 El caso de la Agencia para el Desarrollo uruguayo: CND

La Corporación Nacional para el Desarrollo (CND) es una persona jurídica de derecho público no estatal, creada por Ley N° 15.785 del 4 de diciembre de 1985. La propiedad de su capital en la actualidad es 100% estatal, pero existe la posibilidad legal de participación accionaria privada hasta en un 40%. En todas sus relaciones con terceros se rige por el Derecho Privado.

La visión de la CND es “Ser un referente nacional e internacional como facilitador para la ejecución de políticas públicas orientadas al desarrollo”.

La misión de la CND es “Brindar servicios a Ministerios, Intendencias, Entes y Empresas Públicas para la consecución de los objetivos de desarrollo del país mediante la excelencia de gestión con enfoque al ciudadano y responsabilidad social.”

2.4.1.1 Funcionamiento

Los órganos para el funcionamiento de la CND son el Directorio, la Secretaría General, la Gerencia General y la Asamblea General de Accionistas.

El Directorio se compondrá de cinco miembros. Tres de ellos representarán al Estado y serán designados por el Poder Ejecutivo, previa venia de la Cámara de Senadores otorgada sobre propuesta motivada en sus condiciones personales y reconocida solvencia en asuntos económico financieros.

Los dos miembros restantes representarán a los accionistas privados y serán designados por éstos.

El Presidente del Directorio será designado por el Poder Ejecutivo, entre los tres miembros representantes del Estado.

La duración del mandato de los Directores será de cinco años, que correrán a partir de su designación.

La Secretaría General y la Gerencia General serán designados por el Directorio por dos tercios de votos del total de sus componentes y durarán en sus funciones hasta tanto no sean cesados por igual mayoría de votos del Directorio.

El Secretario General deberá ser persona de reconocida experiencia en la función pública o en la empresa privada, a nivel jerárquico. Será el jerarca de los funcionarios y tendrá competencia en todo lo relativo a administración del personal y organización interna de la Corporación. Ejecutará, asimismo, las resoluciones del Directorio en esas materias.

El Gerente General deberá ser persona de notoria capacidad en materia económico-financiera. Tendrá competencia en la instrumentación y ejecución de la política y las resoluciones del Directorio.

La Asamblea General de Accionistas sesionará por lo menos una vez al año. Integrada por todos los accionistas de la Corporación, considerará el balance y demás Estados Financieros que le presente el Directorio, pudiendo aprobarlos u observarlos, en cuyo caso dará cuenta al Poder Ejecutivo a los efectos legales correspondientes. Asimismo, fijará la remuneración de los integrantes del Directorio.

La Asamblea General de Accionistas integrada únicamente por los accionistas privados nombrará a los Directores que los representen y aprobará o desaprobará su gestión, pudiendo removerlos y designará sus sustitutos.

2.4.1.2 Objetivos

En la ley de creación N° 15.785, art. 11, se definieron los objetivos originales de CND:

- Incentivar el desarrollo empresarial, con participación del sector privado.
- Favorecer la creación de empresas, fortalecer las existentes y participar, total o parcialmente, en su capital.
- Colaborar en la ejecución de las políticas económicas sectoriales, mediante la promoción de la inversión de capitales en sectores empresariales prioritarios.
- Analizar y señalar campos para nuevas inversiones, preparar proyectos concretos de inversión y promover el estudio de mercados para nuevos productos y para la colocación de la producción nacional.
- Fomentar la investigación, intercambio o incorporación de tecnología.
- Contribuir a la expansión del mercado de valores, favorecer la creación de empresas por acciones, cooperativas y otras formas de cogestión empresarial; promover la ampliación de capital en ramas de la actividad nacional donde se requiera la producción en escala y los recursos del sector privado sean insuficientes.
- Promover la racionalización de los procedimientos de administración empresarial.
- Promover el desarrollo científico y tecnológico nacional, en forma coordinada con la Universidad de la República y otros organismos públicos y privados, apoyando proyectos de investigación.

Además, la ley 15.921 de 1988 de Zonas Francas le comete a la CND nombrar al Consejo Asesor en Zonas Francas.

La ley 17.547 de 2002 de Parques Industriales asigna a la CND la creación de Parques Industriales nacionales.

También se le otorga a la CND la concesión de rutas nacionales (aproximadamente 1.600 kms. de carreteras y puentes) y la concesión para la explotación de vías férreas.

Posteriormente el 21.9.2009, el art. 11 de la Ley 15.785 fue sustituido por el art. 34 de la Ley 18.602, ley de creación de la ANDE, siendo los cometidos de CND actualmente los siguientes:

- Actuar como concesionario de proyectos de infraestructura pública de transporte, energía, telecomunicaciones y de cualquier otro tipo, que sean de uso público, de acuerdo con lo que por ley, contratos y convenios se le asignen. A estos efectos la Corporación podrá crear o adquirir sociedades comerciales o participar en consorcios y/o en fideicomisos especializados en la explotación de las concesiones o proyectos que se le otorguen.
- Ejercer como administrador y/o fiduciario de proyectos vinculados al desarrollo y mantenimiento de infraestructura financiados con recursos públicos, préstamos o donaciones nacionales o internacionales.
- Constituir sociedades comerciales, consorcios y/o fideicomisos con entes autónomos y servicios descentralizados a los efectos de la realización de obras de infraestructura o prestación de servicios.
- Analizar y preparar proyectos de inversión así como identificar áreas de oportunidad en infraestructura pública.
- Prestar servicios de administración de fondos, de recursos humanos o de administración contable y financiera, cuando los mismos no puedan ser prestados por otras personas públicas en razón de sus cometidos. La verificación de la condición precedente constará en el acuerdo o en la decisión que determina la prestación de dichos servicios. De los acuerdos o decisiones que impliquen la ejecución de este cometido con fondos públicos

se informará al Ministerio de Economía y Finanzas" (texto dado por el art. 345 de la ley 18.996).

Esta ley está aún sin reglamentar, además de otorgarle a la CND los cometidos precedentes, crea la ANDE, la misma tendrá como finalidad contribuir al desarrollo económico productivo, en forma sustentable, con equidad social y equilibrio ambiental y territorial. Generará programas e instrumentos eficaces, eficientes, transparentes, con especial énfasis en la promoción de las micros, pequeñas y medianas empresas.

En la ley N° 18.786 de participación público privada (PPP), se agregan a la CND los siguientes cometidos en materia de participación público privada según el artículo 9:

- Desarrollar y fomentar la ejecución de proyectos de Participación Público-Privada mediante la aplicación de los mejores criterios técnicos y el apego a los principios y orientaciones contenidos en la presente ley.
- Elaborar los lineamientos técnicos aplicables a proyectos de Participación Público-Privada a través de la confección de guías de mejores prácticas recomendadas, uniformización de procedimientos y preparación de manuales, modelos e instrumentos que contribuyan al diseño y ejecución de los referidos proyectos en formas más eficaz y eficiente. La difusión de los mismos requerirá la aprobación del Ministerio de Economía y Finanzas, previo informe de la Oficina de Planeamiento y Presupuesto.
- Asesorar en la identificación, concepción, diseño, estudio, estructuración, promoción, selección y contratación de los proyectos de Participación Público-Privada, en los términos y condiciones que se acuerden mediante convenio con las Administraciones Públicas contratantes.
- Contribuir al fortalecimiento de capacidades de las Administraciones Públicas contratantes en el diseño e implementación de proyectos de Participación Público-Privada.

- Asesorar al Poder Ejecutivo a identificar y priorizar proyectos susceptibles de ser ejecutados mediante el sistema de Participación Público-Privada.
- Facilitar a las Administraciones Públicas contratantes la coordinación interinstitucional de sus actividades relacionadas con proyectos de Participación Público-Privada.
- Crear o adquirir sociedades comerciales de cualquier naturaleza así como instrumentos financieros, cuando ello se entienda necesario para el mejor desarrollo de proyectos de Participación Público-Privada.

El artículo 10 de la Ley N° 18.786 se refiere a la estructuración de los proyectos de Participación Público-Privada, estableciendo que la Administración Pública puede contratar en forma directa a la CNDC a tales efectos.

Asimismo, el artículo 11 de la ley mencionada admite que la Administración Pública acuerde con la CNDC que ésta asuma “la implementación de un proyecto de Participación Público-Privada en forma integral, con el fin de viabilizar su concreción y, posteriormente, transferir el mismo al sector privado”.

En lo que respecta a los contratos de Participación Público-Privada institucional la ley prevé que la Administración Pública puede celebrar directamente contratos de Participación Público-Privada con la CNDC. De lo recabado con las entrevistas a las autoridades de la CNDC anteriormente el cometido de la Agencia era invertir en empresas con la finalidad de desarrollar un departamento, por ejemplo Colonia con Agolan, o determinada industria. En estos casos la CNDC participaba con socios privados, se sacaba a flote a la empresa y una vez cumplido el cometido se retiraba. La ley del 2009 le da a la CNDC otro objetivo, hablándose de una agencia de infraestructura. De la CNDC con los objetivos y funcionamiento anterior queda la participación en Agolan que fue disuelta por las pérdidas que producía y ahora está en proceso de liquidación y la otra empresa que queda en esas condiciones es Saindesur, que es una sociedad de crédito a mipes y pymes que comparte capital con otras empresas privadas, después todo lo demás es con entes públicos o 100% de la CNDC.

2.4.1.3 Estructura de financiación

La CND es de propiedad estatal completamente, aunque puede tener participación privada de hasta el 40%. El accionista mayoritario es el estado mediante el Ministerio de Economía y Finanzas y el accionista minoritario es el Banco República Oriental del Uruguay.

Las capitalizaciones de la CND se deben de realizar por autorización de la Ley de Presupuesto Nacional.

Luego podrá obtener financiamiento de fuentes de terceros para realizar sus cometidos.

En los Estados Financieros al 31 de Diciembre de 2014 se mostraba un financiamiento del 83 % con fondos de terceros (principalmente deudas financieras) y 17% con fondos propios.

2.4.1.4 Plan estratégico 2010 – 2014

El Directorio de CND una vez que asume debe de realizar el plan estratégico para el periodo de gestión, el último plan estratégico aprobado es el de la gestión 2010 – 2014.

En este plan el principal el objetivo es aumentar los niveles de inversión en infraestructura, ya que los niveles de inversiones en infraestructura pública están por debajo de los niveles que indican la experiencia internacional (1,9 % del PIB en 2008). Salvo excepciones, la inversión ha estado concentrada en el sector público, la inversión privada está por debajo de los niveles de países de la región (0,5% del PIB) pero existen condiciones favorables, en aspectos macroeconómicos y solidez institucional del país, para favorecer la inversión privada en proyectos de infraestructura. También existe la necesidad de reforzar el soporte institucional para

poder llevar a cabo iniciativas de Asociación Público-Privada (APP) en forma exitosa.

En el plan estratégico quinquenal se considera necesario aumentar la inversión en infraestructura para maximizar las oportunidades de crecimiento del país. De lo contrario, el crecimiento potencial de Uruguay se verá seriamente limitado. No pudiendo quedar restringido al espacio fiscal disponible. Por lo que al entender de la CND es necesario un mayor protagonismo de la inversión y financiamiento privado, así como de menores limitaciones para inversiones de las empresas públicas.

Otro objetivo del plan estratégico para este periodo en el área de desarrollo productivo es facilitar el desarrollo competitivo y el acceso al financiamiento del sector micro, pequeña y mediana empresas del país, mediante dos líneas de acción: servicios financieros, básicamente de garantías y servicios no financieros, como ser en la implementación de programas de gestión.

La CND como agente fiduciario para este periodo tiene como objetivo general mejorar la eficiencia en la gestión de recurso presupuestales y extra presupuestales en organismos públicos y privados, mediante la instrumentación de fideicomisos y/o la administración de fondos.

2.4.1.5 Estructura Administrativa

Desarrollo productivo

El objetivo general del área es facilitar el desarrollo competitivo y el acceso al financiamiento de micro, pequeñas y medianas empresas de nuestro país con el fin contribuir al desarrollo sustentable de emprendimientos productivos que aumenten el empleo y faciliten la inclusión social y la reducción de la pobreza, mediante dos líneas de acción:

- Servicios Financieros: SiGa, Banca de Segundo Piso, Corporación Fomenta, Crédito Italiano.
- Servicios no Financieros: apoyo y coordinación a programas de competitividad, desarrollo de parques industriales, participación en el Concurso Emprendedores UTU.

Administrador fiduciario

La CND actúa como Fiduciario o Administrador de fideicomisos que tienen como foco central mejorar la eficiencia en la gestión de recursos presupuestales, extra presupuestales, públicos o privados, o de cooperación internacional, articulando y actuando como facilitadores a través de la administración de fondos de terceros, a través de Convenios de Administración de Fondos y de Fideicomisos de Administración.

Proyectos y servicios

El propósito central del área Proyectos y Servicios es promover el desarrollo de infraestructura pública y los servicios asociados a la misma, de acuerdo a distintas modalidades de estructuración (Proyectos PPP, Fideicomisos, concesiones, etc.).

Las principales funciones del área se basan en el diseño de instrumentos que viabilicen el cumplimiento de los cometidos de CND en materia infraestructural (PPP, fideicomisos, concesiones, etc.) y en el apoyo a ministerios, intendencias y otros organismos públicos en la evaluación, diseño, estructuración y ejecución de sus proyectos a través de la elaboración de pliegos, contratos, programas arquitectónicos, anteproyectos, etc.

2.4.1.6 Contralor

En la ley de creación se establece que la CND tendrá auditorías internas y externas que correspondan para el control de la eficiencia, efectividad y economía de su gestión.

Los Estados Financieros, antes de ser considerado por la Asamblea, se remitirán al Tribunal de Cuentas para su visación. Las observaciones que formule el Tribunal de Cuentas, serán comunicadas al Poder Ejecutivo.

Aprobado el balance anual por la Asamblea General de Accionistas, se publicará en el Diario Oficial.

Las operaciones de la CND que impliquen intermediación financiera, serán controladas por el Banco Central del Uruguay.

Asimismo todas las empresas con participación estatal a partir de la creación de la Ley de Valores deben presentar al Banco Central del Uruguay los Estados Financieros auditados.

Las autoridades de la CND nos informan que decisión de quien va a ser el auditor de las empresas, lo decide el directorio de cada una de esas empresas por llamado a licitación por precio.

2.4.1.7 Situación Financiera de la CND

La CND cuenta con Estados Financieros consolidados y auditados al 31.12.2014, el auditor de los mismos era CPA Ferrere y tenían una opinión limpia.

En el Cuadro 7 se puede observar la composición del estado de situación financiera y las variaciones que se observan con respecto al año anterior.

Cuadro 7. Estado de Situación Financiera CND

Estado de Situación Financiera CND			
<i>Miles de Pesos Uruguayos</i>	2014	2013	Variación %
Activo Corriente	3,442,677	3,120,662	10%
Disponibilidades	777,844	625,043	24%
Inversiones Temporarias	1,169,890	788,155	48%
Créditos	1,261,754	1,307,959	-4%
Otros Créditos	166,964	204,117	-18%
Valores y Depositos en garantía	12,214	10,546	16%
Bienes de Cambio	53,957	84,149	-36%
Activos Disponibles para la venta	54	100,693	-100%
Activo No Corriente	8,462,298	6,874,404	23%
Créditos	5,242,018	3,919,069	34%
Inversiones permanentes en acciones	286,434	24,165	1085%
Otros Créditos	18,648	18,300	2%
Bienes de Cambio	9,036	-	100%
Bienes de Uso e Intangibles	2,906,162	2,912,870	0%
TOTAL ACTIVO	11,904,975	9,995,066	19%
Pasivo Corriente	2,604,650	2,418,796	8%
Deudas comerciales	367,179	417,955	-12%
Deudas financieras	1,156,606	1,076,602	7%
Deudas diversas	1,080,865	924,239	17%
Pasivo No Corriente	7,281,370	5,888,710	24%
Deudas financieras	7,281,369	5,888,696	24%
Deudas diversas	1	14	-93%
TOTAL PASIVO	9,886,020	8,307,506	19%
PATRIMONIO	2,018,955	1,687,560	20%
TOTAL ACTIVO Y PATRIMONIO	11,904,975	9,995,066	19%

Fuente CND

El total de activos del 2014 asciende a M\$ 11.905, aumentando un 19% con respecto al año anterior, siendo la variación más importante en inversiones en acciones, la cual se vio incrementada por una inversión en SELF S.A.

El activo de la CND es financiado en un 83% por pasivo y 17% por patrimonio, lo que implica un endeudamiento alto por parte de la CND.

En otro orden, la liquidez de la CND es buena ya que el ratio es de 1.32, lo que implica que en el corto plazo la Corporación puede hacer frente a las deudas de corto plazo.

En cuanto al resultado de la CND en el ejercicio cerrado al 31 de diciembre de 2014 fue positivo en M\$ 77.361, como se puede ver en el Cuadro 8.

Cuadro 8. Estado de Resultados CND

Estado de Resultados CND			
<i>Miles de Pesos Uruguayos</i>	2014	2013	Variación %
Ingresos Operativos	4,142,519	4,828,619	-14%
Costos de Ventas	(3,882,507)	(4,687,816)	-17%
Resultado Bruto	260,012	140,803	85%
Gastos de Administración y Ventas	(273,720)	(285,315)	-4%
Resultados Diversos	227,573	238,992	-5%
Resultados Financieros	(126,235)	(129,585)	-3%
Resultado Ante de Impuesto a la Renta	87,630	(35,105)	
Impuesto a la Renta	(10,269)	1,044	-1084%
Resultado del Ejercicio	77,361	(34,061)	

Fuente CND

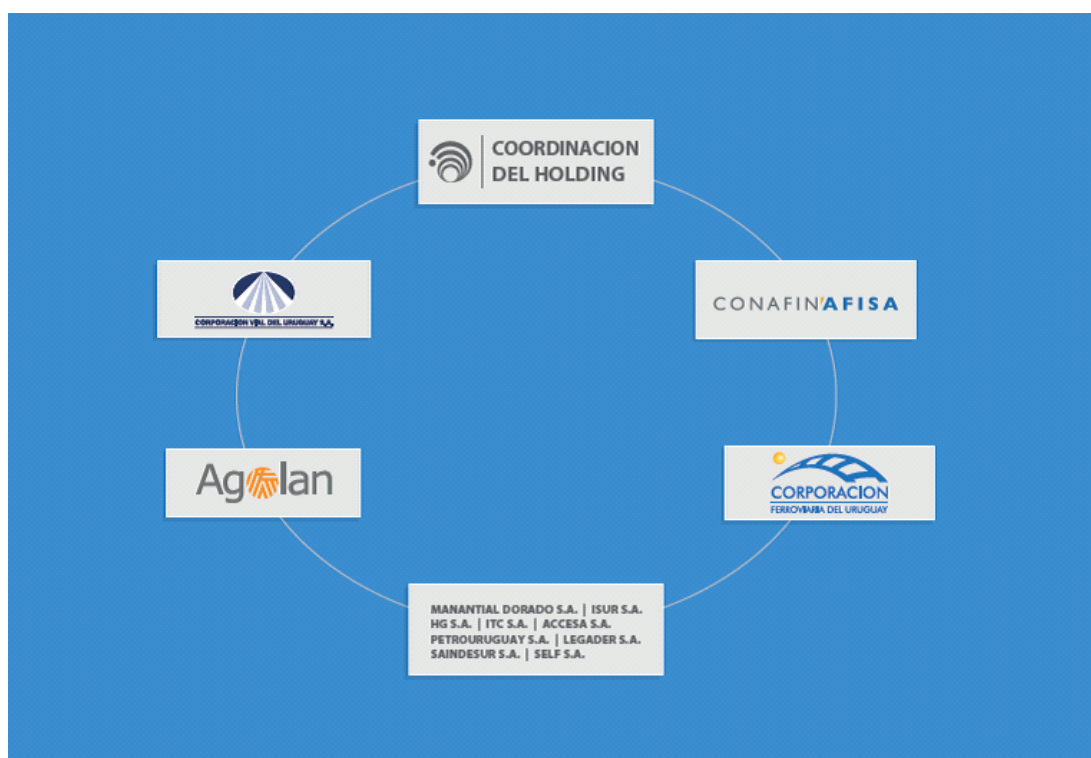
En el ejercicio 2014 se observa una mejora del margen bruto en 3 puntos, siendo el margen bruto de 2014 6% y en 2013 3%.

Sin embargo, las ventas del 2014 cayeron en un 14% con respecto al 2013, esto explica la baja de los gastos de administración en un 4%, en el 2013 los mismos representaban un 6% de las ventas y en el 2014 un 7% de las mismas.

2.4.1.8 Holding Empresas

Uno de los cometidos de CND es constituir sociedades comerciales, consorcios y/o fideicomisos con entes autónomos y servicios descentralizados a los efectos de la realización de obras de infraestructura o prestación de servicios. En el Cuadro 9 se puede observar el organigrama del *holding* de empresas de la CND.

Cuadro 9. Holding de Empresas CND



Fuente: Memoria Anual 2013, CND

En la entrevista mantenida con autoridades del holding el objetivo del mismo es ayudar o asegurar los lineamientos estratégicos dados por el directorio de la CND en las empresas con participación de la misma. La forma de hacerlo difiere dependiendo si es una empresa en la que tienen control accionario o no. Cuando la CND es socia mayoritaria, la gestión de la empresa está a cargo del directorio CND, que es quien decide el directorio de la empresa, ya sea por ley como es el caso de CVU o por estatuto, a veces el presidente y vicepresidente de CND es el de las empresas, caso de SELF 49% el directorio de CND designa un director representante para la empresa. En las empresas con participación minoritaria los coordinadores del holding participan en el directorio como representantes de la CND.

La función del holding es implementar estrategias dictaminadas por el directorio de la CND, muchas veces el holding asesora al directorio sobre las estrategias a seguir pero las directrices las imparte el directorio.

Según la entrevista con las autoridades de la CND, cuando existe una participación mayoritaria de la CND en las empresas las mismas se consolidan en los Estados Financieros, si no controlan estas empresas se contabilizan al valor de inversión inicial solo reconociéndose los resultados de las mismas a medida que se reciben distribuciones de ingresos o una pérdida cuando se observa un deterioro en la inversión. En el Cuadro 10 se puede observar las empresas en que la CND tenía inversión al cierre de 2014.

Cuadro 10. Participación de la CND en empresas

EMPRESA	PARTICIPACIÓN
ACCESA	4,26%
AGOLAN S.A. en liquidación	100%
CADASA	100%
CFU S.A	100%
CONAFIN S.A	100%
CVU S.A	100%
EGIRAL S.A	80%
HG S.A	0,1973%
ISUR S.A	1,39%
ITC S.A	0,076%
LEGADER S.A	100%
MANANTIAL DORADO S.A	5%
PETROURUGUAY S.A	0,16%
SAINDESUR S.A	40,80%
SELF S.A	49%
VALER S.A. en formación	99,5%

Fuente: CND

Todas las empresas que cuenten con participación de la CND tienen la obligación de presentar informe de auditoría ante Tribunal de Cuentas y Poder Ejecutivo, según la Ordenanza 81 del TOCAF. Esta obligación está fundamentada en que se trata de la utilización de recursos públicos y que por lo tanto genera la necesidad de una mayor transparencia, la cual es reflejada en sus Estados Financieros.

Más allá de los controles básicos que el holding pueda realizar sobre los Estados Financieros auditados de las empresa en las que la CND tenga participación, las autoridades de la CND hicieron hincapié en que su control principal se basa en que se cumplan los lineamientos estratégicos que la CND dictamina, mediante las reuniones de directorio o trabajando con el gerente general de la empresa para asegurarse la interconexión de las empresas con la Corporación, muchas veces hay servicios de gestión y administración que se prestan desde la CND a las empresas.

En las empresas que la CND tiene el 100% de las acciones se realiza un tablero de gestión, en la cual se incorporan indicadores de cada una de las empresas y se le da seguimiento. En empresas con participación minoritaria en donde se les aprueba un presupuesto, se le da seguimiento al mismo y se le informa trimestralmente los resultados al directorio de la CND, mostrando estado de situación, Estados de Resultados y algunos indicadores de gestión.

Por parte de las autoridades de las CND se nos informó que en aquellas empresas que la CND es socia minoritaria, se acompañan las decisiones de los socios mayoritarios, quienes son los que gestionan las empresas, en estas empresas se trabaja asegurando básicamente la buena gestión, la transparencia y el cumplimiento de objetivos.

Consultadas las autoridades de la CND sobre la discrecionalidad en las decisiones de en qué empresas participar y en qué porcentaje participar se nos informó que a partir de la ley 18.602 de 2009 se actualizan los cometidos de la CND y solamente se pueden constituir sociedades, consorcios o fideicomisos con entes autónomos o servicios descentralizados con la finalidad de mejorar la infraestructura o

prestación de servicios, no pudiendo en ningún caso tener una participación mayoritaria. Las sociedades que a la fecha de promulgación de la ley se tenía participación mayoritaria aún se sigue manteniendo.

Por otra parte, también se nos informó que muchas veces la CND es utilizada no solamente por una cuestión de inversión de capital sino que la misma desarrolla una visión de negocios, inclusive muchas veces las empresas necesitan más capital y CND no sigue capitalizando por lo que se va diluyendo la participación en las empresas. Para poder capitalizar empresas la misma debe de estar incluida en el presupuesto de la CND, sino es más difícil de aprobar esas capitalizaciones.

La gestión del *holding* es controlada por el directorio de la CND para lo que se hacen informes y se elevan para validar lo actuado. Incluso hay una auditoría interna que hace controles sobre lo actuado.

En el Anexo 2 se presenta un perfil de las empresas en las que tiene inversión la CND.

2.4.2 Hechos estilizados sobre los datos

En la presente sección presentamos los hechos estilizados que surgen del análisis de los datos obtenidos de las empresas con participación de la CND. Utilizamos datos de 91 Estados Financieros distribuidos en 11 años correspondientes a 13 empresas diferentes, según el detalle del Cuadro 11.

Cuadro 11. Empresas por Año

Empresa/Año	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
ACCESA S.A.												5
AGOLAN S.A.												10
ALCOHOLES DEL URUGUAY S.A.												1
CORPORACION FERROVIARIA DEL URUGUAY (CFU)												6
CORPORACIÓN VIAL DEL URUGUAY (CVU)												11
HG S.A.												11
INTERCONEXIÓN DEL SUR SA (ISUR)												7
ITC S.A.												11
LEGADER S.A.												7
MANANTIAL DORADO S.A.												4
PETROURUGUAY S.A.												5
SAINDESUR S.A.												11
SERVICIOS LOGÍSTICOS FERROVIARIOS S.A. (SELF)												2
Total Observaciones año	6	5	5	5	7	8	9	11	11	12	12	91

Se puede apreciar que con el pasar de los años es mayor la cantidad de empresas en las que tiene participación la CND, duplicando en el último año observado, 2014, las existentes en el primer año del periodo analizado, 2004. Esto debido a que a partir del 2009, a la CND se le designaron nuevos cometidos entre ellos la creación de empresas con Entes Públicos y Servicios descentralizados con el fin de prestar asistencia técnica a dichas entidades. Estas empresas pertenecen a 10 industrias distintas las que se pueden apreciar en el Cuadro 12.

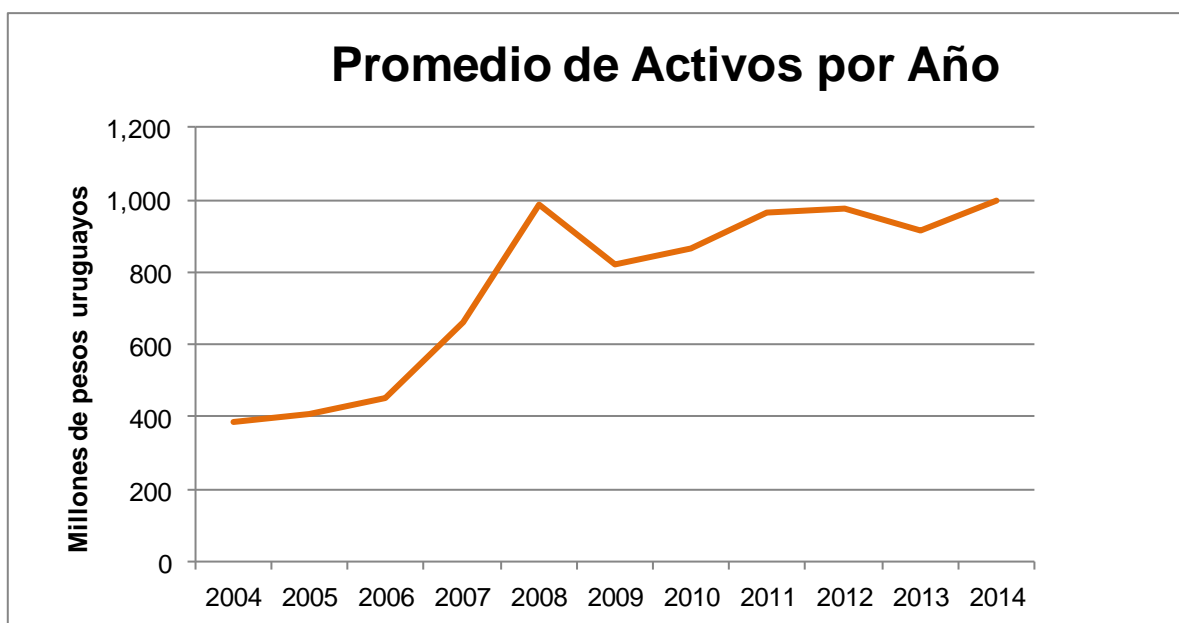
Cuadro 12. Industrias

Industria	Observaciones
Telecomunicaciones	27
Asistencia Técnica	11
Construcción	11
Textil Lanera	10
Industria Ferroviaria	8
Administración Bienes Inmuebles	7
Eléctrica	7
Industria Petrolera	5
Agua	4
Agroindustria	1
Total general	91

El rubro telecomunicaciones es el que tiene mayor cantidad de observaciones (27) y se debe a que existen tres empresas y dos de ellas han tenido observaciones en todo el periodo bajo análisis. Le siguen en orden de observaciones las industrias de asistencia técnica y construcción, ambos con 11 y la industria textil lanera con 10.

En el Cuadro 13 se presenta el promedio anual de activos de las empresas en la que la CND tiene participación el cual ha aumentado desde el año 2004 hasta la fecha.

Cuadro 13. Promedio de activos por año en millones de pesos uruguayos.



El año 2014 es el que presenta el promedio de activo más significativo M\$ 999.326. Desde el año 2004 hasta el 2008 inclusive se observa un aumento sostenido del promedio de activos anuales, debido a dos factores, el aumento en el número de empresas de mayor porte y el crecimiento de las mismas. En el año 2008 se incorporan dos grandes empresas, ISUR y Legader, ISUR es una empresa creada para construir y gestionar una central convertora de frecuencia eléctrica con Brasil y Legader una sociedad creada a efectos de gestionar inmuebles. La disminución que se observa en el gráfico del cuadro 11 en el año 2009 se debe principalmente a dos componentes, el primero es una disminución de disponibilidades y créditos fiscales de Legader y el segundo componente es la adopción de la CINIIF 12 por parte de CVU, lo que impacta en una disminución de sus activos no corrientes. En el año 2013 también se observa una disminución del promedio de activos con respecto al año anterior, debido a la baja de activos en Agolan y Petro Uruguay. En Agolan se comenzaron a hacer notorias las pérdidas acumuladas de la empresa y Petro Uruguay se vio afectada por la devaluación del peso argentino.

El 52% de las empresas son auditadas por firmas de auditoría de las denominadas *Big 4*, siendo la firma que más Estados Financieros han dictaminado es PWC con el 26% de las observaciones que corresponden a 24 Estados Financieros de los 91 analizados. La segunda firma que más Estados Financieros ha auditado es CPA

Ferrere, *No Big 4*, con 18 observaciones, y le sigue Deloitte, *Big 4*, con 17 observaciones, según se muestra en el Cuadro 14 Paneles A y B.

Cuadro 14. Auditor

Panel A. Tipo de Auditor

Tipo de Auditor	Observaciones	%
<i>Big 4</i>	47	52%
<i>No Big 4</i>	44	48%
Total general	91	100%

Panel B. Auditor

Auditor	Observaciones	%
C&G Asociados	4	4%
CPA FERRERE	18	20%
DELOITTE	17	19%
KPMG	6	7%
Marcelo Introini & Asoc	1	1%
Normey, Peruzzo y Asoc	12	13%
PWC	24	26%
Stavros Moyal & Asociados	9	10%
Total general	91	100%

En el periodo analizado se identifican 14 cambios de auditor, correspondientes a 8 empresas distintas. En el Cuadro 15 Paneles A y B se puede observar que en la mayoría de los casos en los que existe un cambio de la firma de auditoría, es por una firma de similares características a la anterior. Es decir que si eran auditadas por una *Big 4* siguen siendo auditadas por una *Big 4* y si eran auditadas por una *No Big 4* cambian a firma también *No Big 4*.

Cuadro 15. Cambio de Auditor

Panel A. Tipo de Cambio de Auditor

Tipo de Cambio	Cantidad	%
Cambio de <i>Big 4</i> a <i>Big 4</i>	3	21%
Cambio de <i>No Big 4</i> a <i>No Big 4</i>	6	43%
Cambio de <i>Big 4</i> a <i>No Big 4</i>	2	14%
Cambio de <i>No Big 4</i> a <i>Big 4</i>	3	21%
Total general	14	100%

Panel B. Tipo de Cambio de Auditor por Año y por Empresa

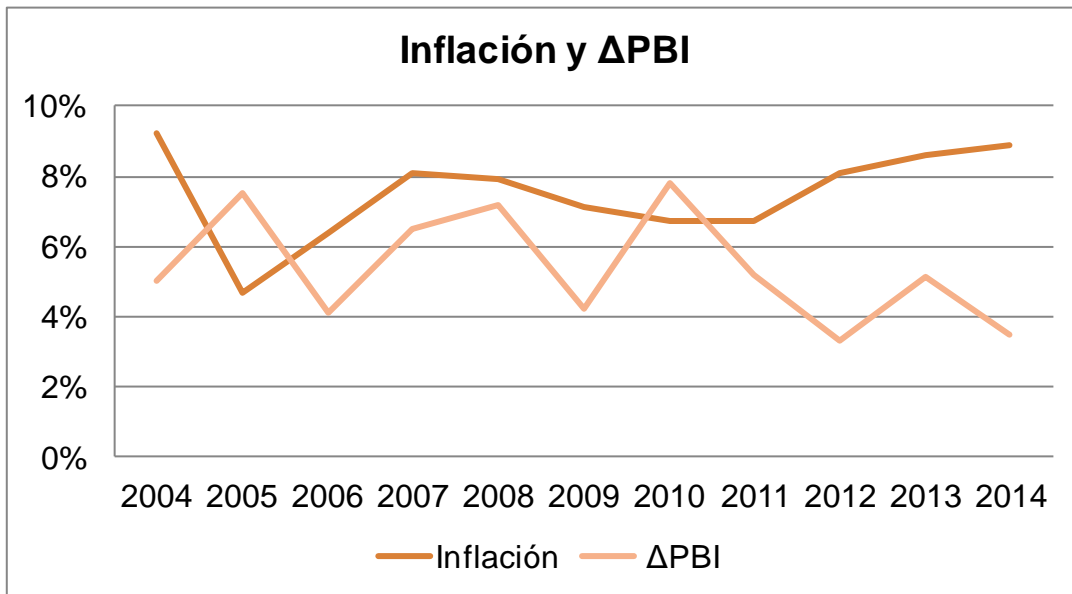
	2004	2007	2008	2010	2011	2013	2014
SAINDESUR							
HG SA							
ITC SA							
AGOLAN							
LEGADER							
CFU							
ACCESA							
MANANTIAL DORADO							

	Cambio de <i>No Big 4</i> a <i>No Big 4</i>
	Cambio de <i>Big 4</i> a <i>Big 4</i>
	Cambio de <i>Big 4</i> a <i>No Big 4</i>
	Cambio de <i>No Big 4</i> a <i>Big 4</i>

Solo existen dos casos en los que se cambia de un auditor *Big 4* a un *No Big 4* (HG e ITC año 2010) retomando tres años después los servicios de un auditor *Big 4*. Es importante destacar que HG e ITC pertenecen al mismo grupo y que han cambiado de auditor conjuntamente.

Otros aspectos a considerar son la evolución que ha presentado la inflación y el crecimiento del PBI en los años bajo análisis. La inflación ha oscilado entre el 4,7% y 8,9%. Como se observa en el Cuadro 16 la inflación más baja se dio en 2005 y a partir del 2011 se ha mostrado un incremento continuo de la misma. El crecimiento del PBI no ha mostrado una variación tan uniforme sino que difiere año tras año, siendo la media anual 5,4%.

Cuadro 16. Evolución de la inflación y crecimiento del PBI



En el Cuadro 17 podemos observar la media anual de las principales variables analizadas.

Cuadro 17. Media de las variables

Variable/Año	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio General
DACCRUALS	3%	8%	2%	-6%	20%	-6%	-1%	-20%	-12%	-6%	-5%	-4%
ΔNETINCOME	24%	16%	-7%	37%	3%	7%	5%	16%	2%	16%	-51%	3%
ΔCT	847%	7%	3%	-47%	434%	-1019%	-723%	-74%	14%	153%	433%	-4%
LEVERAGE	20%	15%	9%	7%	7%	820%	414%	40%	24%	7%	8%	126%
ROA	5%	7%	2%	6%	5%	3%	5%	-2%	-9%	-14%	-9%	-2%
LIQUIDEZ	650%	423%	387%	237%	176%	308%	365%	449%	569%	238%	535%	402%
ΔEBITDA	33%	-482%	-132%	248%	5%	196%	2746%	-21%	14%	-97%	57%	265%
EISSUE	46%	45%	14%	48%	20%	55%	819%	2%	342%	10%	3435%	592%
DISSUE	-5%	27%	30%	83%	105%	6977%	891%	65%	18%	1869%	788%	1077%
PARTCND	25%	48%	48%	48%	49%	55%	50%	41%	41%	42%	42%	44%

En las variables dependientes observamos que DACCRUALS presenta un promedio de -4%, esto quiere decir que el flujo proveniente de operaciones es mayor que el resultado contable y representa un 4% de los activos del año anterior, lo que implica un devengamiento poco agresivo. En el 2008 se presenta el devengamiento más agresivo y después comenzó a caer, verificando su mínimo en 2011. Siendo la tendencia de los últimos años a ser menos agresivo.

La media de Δ NETINCOME es de 3%, lo que implica un aumento del 3% de los ingresos de un año respecto al anterior. Presentando en 2007 una variación muy encima del promedio siendo ocasionado por el aumento de ingresos de HG. En 2014 es el único ejercicio con variación negativa debido a una disminución importante en los ingresos de Manantial Dorado, principalmente en los servicios de consultoría (aproximadamente M\$ 2.700) y una disminución del canon por exportación de UPA (aproximadamente M\$ 2.300). La otra empresa que cuenta con una variación negativa significativa en 2014 es CVU, básicamente por menores ingresos por la construcción de la mega concesión debido al efecto por la menor estimación del margen global de la concesión.

Para la variable Δ CT el promedio es -4%, lo que implica que la variación de cuentas a cobrar más la variación de otros créditos más la variación de inventarios menos la variación de cuentas a pagar y menos la variación de deudas diversas, baja un 4% cada año. Se pueden observar grandes oscilaciones en esta variable debido a que cuando recién son creadas aumentan bruscamente su capital de trabajo. Para el año 2009 se observa una variación negativa muy alta, esto es debido a la empresa CFU incrementó abruptamente sus deudas comerciales como consecuencia del comienzo de actividades.

Con respecto a las variables explicativas el LEVERAGE promedio es 126%, aunque este número está distorsionado por el año 2009 y 2010, ya que en 2008 y 2009 LEGADER asume pasivos comerciales importantes para comenzar a funcionar.

El ROA es negativo en 2,18%, se observa que hasta el año 2010 el mismo es positivo, en el año 2011 comienzan a hacerse irreversibles las pérdidas de Agolan S.A. hoy en

liquidación y se invierte en Manantial Dorado empresa con muchas pérdidas también. En 2013 se acrecienta la situación con la inversión en SELF empresa que en ese año no había comenzado a funcionar.

Por otra parte la LIQUIDEZ de las empresas en las que invierte la CND es muy buena, por encima de los índices esperados para cualquier empresa.

La variable Δ EBITDA también tiene grandes variaciones de un ejercicio a otro por lo que no se puede observar una tendencia en la variable, por ejemplo en 2010 se obtiene una variación muy grande porque SAINDESUR tuvo una variación del 17253% debido a que el año anterior había tenido un EBITDA negativo.

La variable EISSUE que es la variación del patrimonio es positiva todos los años pero en los años 2010, 2012 y 2014 se ven variaciones grandes, en el 2010 debido a la capitalización en CFU, en el 2012 debido a la capitalización de pérdidas en AGOLAN y en 2014 debido a una fuerte capitalización en ISUR para construir la central convertidora de frecuencia.

La variable DISSUE, variación del pasivo no mantiene una tendencia en el tiempo debido a que las empresas ante objetivos puntuales recurren al endeudamiento con terceros y luego se cancela rápidamente, por ejemplo en 2013 CFU obtiene préstamos que en 2014 son cancelados.

La participación promedio de la CND es de 44%, obteniendo su participación promedio más alta en 2009 con un 55%, año en el que se dicta la Ley 18.602 y la CND no puede tener participación mayoritaria en ninguna empresa que cree a partir de la fecha.

Como resumen general de las principales características de las empresas con participación de la CND, se puede concluir que en los últimos años estas empresas tienen un devengamiento poco agresivo. Por lo general las empresas muestran un incremento en los ingresos pero una variación negativa del capital de trabajo. El endeudamiento de estas empresas es alto y se aprecia tanto en las variables

LEVERAGE como DISSUE, sin embargo cuentan con buena liquidez lo que implica que no tienen problemas para afrontar las deudas de corto plazo. Estas empresas tienen una rentabilidad sobre el activo negativa aunque un EBITDA muy poco previsible con un promedio final positivo. Por lo general las empresas aumentan su patrimonio año tras año, principalmente debido a capitalizaciones.

2.4.3 Resultados sobre H1

2.4.3.1 Matriz de Correlación

En el Cuadro 18 se encuentran las matrices de correlación de las variables de los modelos en la cual no se han identificado problemas de auto correlación entre las mismas.

Cuadro 18. Matriz de Correlación
Panel A. DACCRUALS

	DACCRUALS	OPINION	B4AUDITOR	CAUDITOR	LEVERAGE	ROA	LIQUIDEZ	EBITDA	TAMAÑO	PPE	EISSUE	DISSUE	VAZQUEZ	MUJICA	PARTCND	π	ΔPBI	TELECOMUNICACIONES	FERROVIARIA	CONSTRUCCION	TEXTILANERA
DACCRUALS	1																				
OPINION	-0.0071	1																			
B4AUDITOR	0.1617	0.102	1																		
CAUDITOR	0.2258	-0.0449	-0.075	1																	
LEVERAGE	-0.0028	-0.0161	-0.1302	0.0829	1																
ROA	0.3034	-0.0204	0.3479	0.0243	0.0237	1															
LIQUIDEZ	0.1345	-0.0631	-0.1259	0.2419	0.0452	0.1311	1														
EBITDA	0.0659	-0.0208	-0.0288	0.0624	0.0987	0.0772	-0.0727	1													
TAMAÑO	0.0619	0.0446	0.4696	-0.1478	0.0762	0.2742	-0.2739	-0.0409	1												
PPE	0.0409	0.0932	0.373	-0.0424	-0.0725	0.3563	-0.0509	-0.0104	0.5602	1											
EISSUE	0.0207	-0.0153	-0.0992	-0.0054	0.0102	0.001	-0.0568	0.0293	0.0722	0.1176	1										
DISSUE	-0.2901	-0.0183	0.05	-0.0725	-0.0292	0.0108	-0.0924	0.0233	0.0376	0.0188	0.1374	1									
VAZQUEZ	0.1478	-0.0739	0.1172	-0.1047	0.095	0.1433	-0.1304	-0.099	-0.031	-0.1079	-0.0897	0.0918	1								
MUJICA	-0.1681	0.0853	-0.1982	0.0958	-0.0717	-0.1663	0.0658	0.1114	0.0747	0.0856	0.1032	-0.0652	-0.8668	1							
PARTCND	-0.2503	-0.1026	-0.168	-0.0847	0.1974	-0.1009	0.1737	0.0547	0.3028	0.0541	0.0247	0.1546	0.0956	-0.0356	1						
π	-0.0057	-0.0877	0.081	0.0894	-0.0962	-0.1283	0.0428	-0.0771	0.0196	-0.0653	0.1011	-0.0095	-0.4383	0.2393	-0.0823	1					
ΔPBI	0.1363	0.0014	-0.0269	0.2088	0.0285	0.1487	-0.1324	0.2182	0.0261	-0.0218	-0.0936	-0.0561	0.2921	-0.2649	0.047	-0.4792	1				
TELECOMUNICACIONES	0.2259	-0.0685	0.1471	0.1898	-0.1071	0.4101	-0.0113	-0.0658	-0.1843	0.0523	-0.0822	-0.1076	0.0562	-0.0649	-0.619	-0.0593	0.0604	1			
FERROVIARIA	-0.0404	-0.0327	0.1451	-0.0248	0.0009	-0.0469	0.2096	0.0935	0.009	0.0693	0.3853	0.3489	-0.1352	0.1718	0.296	0.0805	-0.095	-0.2016	1		
CONSTRUCCION	-0.0614	-0.0391	0.3588	-0.1581	-0.0511	0.0377	-0.1439	-0.0245	0.5933	0.2881	-0.0479	-0.0615	0.0985	-0.1136	0.458	-0.0524	0.0533	-0.2408	-0.1151	1	
TEXTILANERA	-0.1633	-0.037	-0.3631	-0.0524	-0.0571	-0.1963	-0.1297	-0.0734	0.0799	0.0254	-0.0472	-0.0595	0.1273	-0.075	0.4339	-0.102	0.0597	-0.2282	-0.1091	-0.1303	1

Panel B. ΔNETINCOME

	ΔNETINCOME	OPINION	B4AUDITOR	CAUDITOR	LEVERAGE	ROA	LIQUIDEZ	EBITDA	TAMAÑO	PPE	EISSUE	DISSUE	VAZQUEZ	MUJICA	PARTCOND	π	ΔPBI	TELECOMUNICACIONES	FERROVIARIA	CONSTRUCCION	TEXTILANERA
ΔNETINCOME	1																				
OPINION	-0.0036	1																			
B4AUDITOR	0.1412	0.102	1																		
CAUDITOR	-0.2056	-0.0449	-0.075	1																	
LEVERAGE	0.0043	-0.0161	-0.1302	0.0829	1																
ROA	0.5344	-0.0204	0.3479	0.0243	0.0237	1															
LIQUIDEZ	0.0181	-0.0631	-0.1259	0.2419	0.0452	0.1311	1														
EBITDA	0.0584	-0.0208	-0.0288	0.0624	0.0987	0.0772	-0.0727	1													
TAMAÑO	0.0851	0.0446	0.4696	-0.1478	0.0762	0.2742	-0.2739	-0.0409	1												
PPE	0.1036	0.0932	0.373	-0.0424	-0.0725	0.3563	-0.0509	-0.0104	0.5602	1											
EISSUE	0.0081	-0.0153	-0.0992	-0.0054	0.0102	0.001	-0.0568	0.0293	0.0722	0.1176	1										
DISSUE	0.0071	-0.0183	0.05	-0.0725	-0.0292	0.0108	-0.0924	0.0233	0.0376	0.0188	0.1374	1									
VAZQUEZ	0.0602	-0.0739	0.1172	-0.1047	0.095	0.1433	-0.1304	-0.099	-0.031	-0.1079	-0.0897	0.0918	1								
MUJICA	-0.0918	0.0853	-0.1982	0.0958	-0.0717	-0.1663	0.0658	0.1114	0.0747	0.0856	0.1032	-0.0652	-0.8668	1							
PARTCOND	-0.0599	-0.1026	-0.168	-0.0847	0.1974	-0.1009	0.1737	0.0547	0.3028	0.0541	0.0247	0.1546	0.0956	-0.0356	1						
π	-0.0808	-0.0877	0.081	0.0894	-0.0962	-0.1283	0.0428	-0.0771	0.0196	-0.0653	0.1011	-0.0095	-0.4383	0.2393	-0.0823	1					
ΔPBI	0.1321	0.0014	-0.0269	0.2088	0.0285	0.1487	-0.1324	0.2182	0.0261	-0.0218	-0.0936	-0.0561	0.2921	-0.2649	0.047	-0.4792	1				
TELECOMUNICACIONES	0.1689	-0.0685	0.1471	0.1898	-0.1071	0.4101	-0.0113	-0.0658	-0.1843	0.0523	-0.0822	-0.1076	0.0562	-0.0649	-0.619	-0.0593	0.0604	1			
FERROVIARIA	-0.0018	-0.0327	0.1451	-0.0248	0.0009	-0.0469	0.2096	0.0935	0.009	0.0693	0.3853	0.3489	-0.1352	0.1718	0.296	0.0805	-0.095	-0.2016	1		
CONSTRUCCION	0.0097	-0.0391	0.3588	-0.1581	-0.0511	0.0377	-0.1439	-0.0245	0.5933	0.2881	-0.0479	-0.0615	0.0985	-0.1136	0.458	-0.0524	0.0533	-0.2408	-0.1151	1	
TEXTILANERA	-0.0821	-0.037	-0.3631	-0.0524	-0.0571	-0.1963	-0.1297	-0.0734	0.0799	0.0254	-0.0472	-0.0595	0.1273	-0.075	0.4339	-0.102	0.0597	-0.2282	-0.1091	-0.1303	1

Panel C. ΔCT

	ΔCT	OPINION	B4AUDI TOR	CAUDIT OR	LEVERA GE	ROA	LIQUIDE Z	EBITDA	TAMAÑO	PPE	EISSUE	DISSUE	VAZQU EZ	MUJICA	PARTCN D	π	ΔPBI	TELECO MUNICA CIONES	FERROV IARIA	CONSTR UCCION	TEXTIL LANERA
ΔCT	1																				
OPINION	-0.0012	1																			
B4AUDITOR	-0.0307	0.102	1																		
CAUDITOR	0.1267	-0.0449	-0.075	1																	
LEVERAGE	0.0185	-0.0161	-0.1302	0.0829	1																
ROA	0.0383	-0.0204	0.3479	0.0243	0.0237	1															
LIQUIDEZ	0.0983	-0.0631	-0.1259	0.2419	0.0452	0.1311	1														
EBITDA	-0.0342	-0.0208	-0.0288	0.0624	0.0987	0.0772	-0.0727	1													
TAMAÑO	0.033	0.0446	0.4696	-0.1478	0.0762	0.2742	-0.2739	-0.0409	1												
PPE	0.0302	0.0932	0.373	-0.0424	-0.0725	0.3563	-0.0509	-0.0104	0.5602	1											
EISSUE	0.0196	-0.0153	-0.0992	-0.0054	0.0102	0.001	-0.0568	0.0293	0.0722	0.1176	1										
DISSUE	-0.7649	-0.0183	0.05	-0.0725	-0.0292	0.0108	-0.0924	0.0233	0.0376	0.0188	0.1374	1									
VAZQUEZ	-0.064	-0.0739	0.1172	-0.1047	0.095	0.1433	-0.1304	-0.099	-0.031	-0.1079	-0.0897	0.0918	1								
MUJICA	0.0009	0.0853	-0.1982	0.0958	-0.0717	-0.1663	0.0658	0.1114	0.0747	0.0856	0.1032	-0.0652	-0.8668	1							
PARTCND	-0.0576	-0.1026	-0.168	-0.0847	0.1974	-0.1009	0.1737	0.0547	0.3028	0.0541	0.0247	0.1546	0.0956	-0.0356	1						
π	0.1428	-0.0877	0.081	0.0894	-0.0962	-0.1283	0.0428	-0.0771	0.0196	-0.0653	0.1011	-0.0095	-0.4383	0.2393	-0.0823	1					
ΔPBI	-0.0504	0.0014	-0.0269	0.2088	0.0285	0.1487	-0.1324	0.2182	0.0261	-0.0218	-0.0936	-0.0561	0.2921	-0.2649	0.047	-0.4792	1				
TELECOMUNICACIONES	0.0642	-0.0685	0.1471	0.1898	-0.1071	0.4101	-0.0113	-0.0658	-0.1843	0.0523	-0.0822	-0.1076	0.0562	-0.0649	-0.619	-0.0593	0.0604	1			
FERROVIARIA	-0.2736	-0.0327	0.1451	-0.0248	0.0009	-0.0469	0.2096	0.0935	0.009	0.0693	0.3853	0.3489	-0.1352	0.1718	0.296	0.0805	-0.095	-0.2016	1		
CONSTRUCCION	0.1397	-0.0391	0.3588	-0.1581	-0.0511	0.0377	-0.1439	-0.0245	0.5933	0.2881	-0.0479	-0.0615	0.0985	-0.1136	0.458	-0.0524	0.0533	-0.2408	-0.1151	1	
TEXTIL LANERA	0.0001	-0.037	-0.3631	-0.0524	-0.0571	-0.1963	-0.1297	-0.0734	0.0799	0.0254	-0.0472	-0.0595	0.1273	-0.075	0.4339	-0.102	0.0597	-0.2282	-0.1091	-0.1303	1

2.4.3.2 Modelo de Regresión Lineal

En la presente sección se presentan los resultados de los modelos de regresión lineal de los tres modelos utilizados para evaluar nuestra hipótesis.

Los resultados del modelo DACCRUALS, que se observan en el Cuadro 19, muestran que la variable DISSUE es negativa y estadísticamente significativas al nivel del 1% y las variables CAUDITOR, ROA, TAMAÑO son positivas y estadísticamente significativas al 10% y PARTCND es negativa y estadísticamente significativa al 10%.

Cuadro 19. Modelo DACCRUALS

DACCRUALS	Coef.	Std. Err.
OPINION	0.042	0.339
B4AUDITOR	-0.140	0.119
CAUDITOR	0.205 ***	0.109
LEVERAGE	-0.001	0.006
ROA	0.278 ***	0.163
LIQUIDEZ	0.012	0.008
ΔEBITDA	0.002	0.002
TAMAÑO	0.059 ***	0.032
PPE	-0.008	0.009
EISSUE	0.000	0.001
DISSUE	-0.002 *	0.001
VAZQUEZ	0.159	0.177
MUJICA	-0.102	0.170
PARTCND	-0.460 ***	0.231
π	2.178	4.236
ΔPBI	0.236	2.961
TELECOMUNICACIONES	-0.097	0.122
FERROVIARIA	0.367	0.212
CONSTRUCCIÓN	0.122	0.263
TEXTIL LANERA	0.061	0.221
Observaciones	91	
Valor F	2.090	**
R ² ajustado	0.196	

Se reporta los coeficientes y el error standard para el modelo DACRUALS.

La variable dependiente es DACRUALS definida como la diferencia entre resultado contable y el flujo de efectivo proveniente de operaciones, deflactado por el promedio de activos del año de estudio.

Las variables independientes son definidas de la siguiente forma:

OPINION es una variable dicotómica que toma el valor 1 si el informe es limpio o 0 para el resto de las opiniones.

BIG4AUDITOR es una variable dicotómica que toma el valor 1 si el auditor es una *Big 4* o 0 si el auditor no es *Big 4*.

CAUDITOR es una variable dicotómica que toma el valor 1 si se cambia de auditor y 0 si no se cambia el auditor.

LEVERAGE es el ratio de endeudamiento del año anterior al año de estudio escalado por el logaritmo neperiano el activo total de ese año.

ROA es el resultado del ejercicio dividido el activo total.

LIQUIDEZ es el activo corriente dividido el pasivo corriente.

ΔEBITDA es el coeficiente de variación del Ebitda (beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones).

TAMAÑO es el logaritmo neperiano del activo total a finales del año anterior al año de estudio.

PPE es el logaritmo neperiano del importe de la propiedad, planta y equipo

EISSUE calculado como la variación porcentual del patrimonio

DISSUE calculado como la variación porcentual del pasivo

VAZQUEZ es una variable dicotómica que toma valor 1 si es un año del periodo de Tabaré Vázquez y 0 los otros años.

MUJICA es una variable dicotómica que toma valor 1 si es un año del periodo de José Mujica y 0 los otros años

PARTCND esta variable es el porcentaje de participación que la CND tiene en la empresa

π esta variable representa la inflación del periodo.

ΔPBI esta variable representa la variación del Producto Bruto interno del año.

TELECOMUNICACIONES es una variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa que pertenece a la industria telecomunicaciones y 0 para otras industrias.

FERROVIARIA es una variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa que pertenece a la industria ferroviaria y 0 para otras industrias.

CONSTRUCCION Es una variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa que pertenece a la industria construcción y 0 para otras industrias.

TEXTIL LANERA Es una variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa que pertenece a la industria textil lanera y 0 para otras industrias.

* Estadísticamente significativo al nivel del 10%

** Estadísticamente significativo al nivel del 5%

*** Estadísticamente significativo al nivel del 1%

En el modelo DACCRUALS la variable cambio de auditor, CAUDITOR, es estadísticamente significativo al nivel del 10% y positiva tal como se esperaba, debido principalmente a que la contratación de una nueva firma que tiene menor conocimiento de la empresa auditada puede incidir en una mayor discrecionalidad de devengamiento.

Tanto la variable ROA como TAMAÑO son positivas y estadísticamente significativas al nivel del 10% y presentan el signo esperado. Una mayor rentabilidad sobre los activos y un mayor tamaño en función de sus activos generan mayores devengamientos discrecionales. Este resultado muestra que las empresas más rentables tienden a presentar información financiera de menor calidad, o esto se puede deber a que las empresas más rentables muestran mayor nivel de actividad que no necesariamente implica información financiera de menor calidad.

Para el caso de DISSUE, no esperamos un comportamiento determinado por lo que los resultados muestran que ante una variación positiva del endeudamiento, menor son los devengamientos discrecionales. Esto se debe a que ante un mayor nivel de endeudamiento con terceros, la empresa debe presentar información financiera a las instituciones de intermediación financiera (IIF) y por lo tanto debe disponer de información financiera de mayor calidad ya que la misma será evaluada por dicha institución. Se suma un control adicional externo que hace que la información financiera sea de mayor calidad.

La variable PARTCND que es el porcentaje de participación de la CND en la empresa es negativa y estadísticamente significativa al nivel del 10%, para esta variable no se esperaba ninguno signo específico. Esto indica que a menor participación de la CND mayores son los devengamientos discrecionales reconocidos por las empresas. La CND exige información de calidad a las empresas y participa en la gestión de las mismas, por lo que funciona como entidad de contralor en las empresas que hace que las mismas presenten información de calidad. Los resultados del modelo Δ NETINCOME se presentan en el Cuadro 17.

Cuadro 20. Modelo Δ NETINCOME

Δ NETINCOME	Coef.	Std. Err.
OPINION	0.022	0.780
B4AUDITOR	-0.076	0.273
CAUDITOR	-0.606 **	0.251
LEVERAGE	0.013	0.013
ROA	1.858 ***	0.374
LIQUIDEZ	0.004	0.019
Δ EBITDA	-0.001	0.004
TAMAÑO	-0.083	0.072
PPE	-0.015	0.020
EISSUE	0.000	0.002
DISSUE	0.001	0.001
VAZQUEZ	-0.090	0.406
MUJICA	0.113	0.389
PARTCND	-0.674	0.531
π	5.751	9.731
Δ PBI	9.176	6.801
TELECOMUNICACIONES	-0.269	0.281
FERROVIARIA	0.483	0.488
CONSTRUCCIÓN	0.803	0.605
TEXTIL LANERA	0.669	0.507
Observaciones	91	
Valor F	2.230	***
R ² ajustado	0.214	

Se reporta los coeficientes y el error standard para el modelo Δ NETINCOME.

La variable dependiente es Δ NETINCOME definida como la variación de los ingresos escalados por el total de activos

Las variables independientes son definidas de la siguiente forma:

OPINION es una variable dicotómica que toma el valor 1 si el informe es limpio o 0 para el resto de las opiniones.

BIG4AUDITOR es una variable dicotómica que toma el valor 1 si el auditor es una *Big 4* o 0 si el auditor no es *Big 4*.

CAUDITOR es una variable dicotómica que toma el valor 1 si se cambia de auditor y 0 si no se cambia el auditor.

LEVERAGE es el ratio de endeudamiento del año anterior al año de estudio escalado por el logaritmo neperiano del activo total de ese año.

ROA es el resultado del ejercicio dividido el activo total.

LIQUIDEZ es el activo corriente dividido el pasivo corriente.

Δ EBITDA es el coeficiente de variación del Ebitda (beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones).

TAMAÑO es el logaritmo neperiano del activo total a finales del año anterior al año de estudio.

PPE es el logaritmo neperiano del importe de la propiedad, planta y equipo

EISSUE calculado como la variación porcentual del patrimonio

DISSUE calculado como la variación porcentual del pasivo

VAZQUEZ es una variable dicotómica que toma valor 1 si es un año del periodo de Tabaré Vázquez y 0 los otros años.

MUJICA es una variable dicotómica que toma valor 1 si es un año del periodo de José Mujica y 0 los otros años

PARTCND esta variable es el porcentaje de participación que la CND tiene en la empresa

π esta variable representa la inflación del periodo.

Δ PBI esta variable representa la variación del Producto Bruto interno del año.

TELECOMUNICACIONES es una variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa que pertenece a la industria telecomunicaciones y 0 para otras industrias.

FERROVIARIA es una variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa que pertenece a la industria ferroviaria y 0 para otras industrias.

CONSTRUCCION Es una variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa que pertenece a la industria construcción y 0 para otras industrias.

TEXTIL LANERA Es una variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa que pertenece a la industria textil lanera y 0 para otras industrias.

* Estadísticamente significativo al nivel del 10%

** Estadísticamente significativo al nivel del 5%

*** Estadísticamente significativo al nivel del 1%

Las variables ROA y CAUDITOR son estadísticamente significativas al nivel del 10% y del 5% respectivamente. Mientras que ROA tiene un signo positivo, CAUDITOR presenta un signo negativo.

De esta forma el signo del coeficiente del ROA se mantiene en línea con lo esperado, donde una mayor rentabilidad sobre los activos genera un mayor ingreso en función de dichos activos. Este resultado es idéntico al obtenido en el modelo DACCRUALS y se explica de la misma forma, las empresas más rentables tienden a presentar información financiera de menor calidad, o debido al mayor nivel de actividad devengan más y no necesariamente implica información financiera de menor calidad.

Por su parte, el signo que presenta el cambio de auditor, CAUDITOR, no está en línea con lo esperado, donde un cambio en el auditor explicaría una disminución de los ingresos en función de los activos. La contratación de un nuevo profesional sin tanto conocimiento de la empresa se esperaba que pueda incidir en una mayor discrecionalidad de los devengamientos y por lo tanto un mayor ingreso neto, contrario a los resultados obtenidos.

También es interesante observar que el signo que presenta en este modelo es opuesto al del primer modelo analizado. Para analizar el efecto de cambio de auditor en profundidad realizaremos un análisis de sensibilidad de dicha variable.

En el Cuadro 18 presentamos los resultados del modelo ΔCT en el mismo la variable DISSUE es negativa y estadísticamente significativa al nivel del 1%.

Cuadro 21. Modelo Δ CT

Δ CT	Coef.	Std. Err.
OPINION	4.983	13.189
B4AUDITOR	-3.172	4.624
CAUDITOR	5.872	4.244
LEVERAGE	-0.223	0.228
ROA	0.526	6.320
LIQUIDEZ	-0.151	0.328
Δ EBITDA	0.015	0.074
TAMAÑO	0.830	1.225
PPE	0.108	0.332
EISSUE	0.058	0.037
DISSUE	-0.241	0.024
VAZQUEZ	-2.212	6.871
MUJICA	-7.814	6.587
PARTCND	10.706	8.974
π	152.655	164.586
Δ PBI	-151.764	115.031
TELECOMUNICACIONES	2.595	4.755
FERROVIARIA	-7.101	8.251
CONSTRUCCIÓN	-4.360	10.232
TEXTIL LANERA	-11.551	8.580
Observaciones	91	
Valor F	6.960	***
R ² ajustado	0.570	

Se reporta los coeficientes y el error standard para el modelo Δ CT.

La variable dependiente es Δ CT definido como la variación de cuentas a cobrar más la variación de inventarios menos la variación de cuentas a pagar menos la variación de impuestos a pagar más la variación de otros activos. Se excluye la variación del efectivo.

Las variables independientes son definidas de la siguiente forma:

OPINION es una variable dicotómica que toma el valor 1 si el informe es limpio o 0 para el resto de las opiniones.

BIG4AUDITOR es una variable dicotómica que toma el valor 1 si el auditor es una *Big 4* o 0 si el auditor no es *Big 4*.

CAUDITOR es una variable dicotómica que toma el valor 1 si se cambia de auditor y 0 si no se cambia el auditor.

LEVERAGE es el ratio de endeudamiento del año anterior al año de estudio escalado por el logaritmo neperiano del activo total de ese año.

ROA es el resultado del ejercicio dividido el activo total.

LIQUIDEZ es el activo corriente dividido el pasivo corriente.

Δ EBITDA es el coeficiente de variación del Ebitda (beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones).

TAMAÑO es el logaritmo neperiano del activo total a finales del año anterior al año de estudio.

PPE es el logaritmo neperiano del importe de la propiedad, planta y equipo

EISSUE calculado como la variación porcentual del patrimonio

DISSUE calculado como la variación porcentual del pasivo

VAZQUEZ es una variable dicotómica que toma valor 1 si es un año del periodo de Tabaré Vázquez y 0 los otros años.

MUJICA es una variable dicotómica que toma valor 1 si es un año del periodo de José Mujica y 0 los otros años

PARTCND esta variable es el porcentaje de participación que la CND tiene en la empresa

π esta variable representa la inflación del periodo.

Δ PBI esta variable representa la variación del Producto Bruto interno del año.

TELECOMUNICACIONES es una variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa que pertenece a la industria telecomunicaciones y 0 para otras industrias.

FERROVIARIA es una variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa que pertenece a la industria ferroviaria y 0 para otras industrias.

CONSTRUCCION Es una variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa que pertenece a la industria construcción y 0 para otras industrias.

TEXTIL LANERA Es una variable dicotómica que toma valor 1 si es una empresa que pertenece a la industria textil lanera y 0 para otras industrias.

* Estadísticamente significativo al nivel del 10%

** Estadísticamente significativo al nivel del 5%

*** Estadísticamente significativo al nivel del 1%

Al igual que se mencionó en el primer modelo para la variable DISSUE, no estaba el signo esperado determinado, pero mantuvo el mismo signo en ambos modelos. En este caso un incremento en la variación del endeudamiento, determinaría una disminución en la variación del capital de trabajo. El resultado está en concordancia con lo explicado anteriormente, al obtener financiamiento de terceros estos exigen mayor información y mayor calidad de la misma. La necesidad de un aumento en el nivel de endeudamiento genera un mayor control externo principalmente por parte de las IIF solicitando mantener ciertos ratios a través de las condiciones estipuladas en los contratos de financiamiento (*Covenants*).

La variable CAUDITOR en este modelo, ΔCT , no es estadísticamente significativa como si sucedía en los modelos DACCRUALS y $\Delta NETINCOME$.

Los resultados más estables en estos modelos son los de la variable ROA que se aprecia como estadísticamente significativa en dos de los modelos, DACCRUALS y $\Delta NETINCOME$ al nivel del 10% en ambos, manteniendo el signo positivo que coincide con el esperado, por lo que es una determinante de la calidad de la información financiera. Este resultado muestra que las empresas más rentables tienden a presentar información financiera de menor calidad, o esto se puede deber a que las empresas más rentables muestran mayor nivel de actividad que no necesariamente implica información financiera de menor calidad. Las empresas con mayor nivel de rentabilidad sobre activos realizan un devengamiento más agresivo que las empresas menos rentables se concluye de esta forma ya que no solo muestran un mayor nivel de devengamiento respecto al flujo de fondos provenientes de operaciones, sino que muestran una variación mayor del resultado neto. Devengan más aceleradamente que los flujos de fondos recibidos.

Otro resultado fuerte es sobre la variable DISSUE, estadísticamente significativa en los modelos DACCRUALS y ΔCT al nivel del 1% en ambos, con signo negativo igual a lo esperado, por lo que se concluye que esta variable es otra determinante de la calidad de la información financiera. Las empresas más endeudadas en relación a su tamaño presentan información financiera de mayor calidad. Esto muestra el rol disciplinador de los acreedores para con la gerencia de la empresa.

Los acreedores ejercen control sobre el gerenciamiento de las empresas, llevando a las mismas a ser más conservadores a la hora del devengamiento cuando las comparamos con las empresas menos endeudas, las cuales tienen mayor libertad en el gerenciamiento.

En otro sentido, se obtienen algunos resultados más débiles como TAMAÑO positivo y PARTCND negativo, ambas estadísticamente significativas al nivel del 10% en el modelo DACCRUALS. Esto quiere decir que las empresas de mayor porte tienden a devengar más. Haciendo un análisis de similares características a la variable ROA, podemos decir que a mayor tamaño por el volumen de actividad de la empresa se devenga más, sin que esto implique una pérdida en la calidad de la información financiera. En cuanto a la variable PARTCND se puede concluir que a mayor participación de la CND, mayor control sobre las empresas que responde a un mayor nivel de la calidad de la información financiera. Se puede concluir igual que con DISSUE.

Por último se observa que CAUDITOR es una variable con resultados inconsistentes, en el modelo DACCRUALS es positiva y estadísticamente significativa al 10% mientras que en Δ NETINCOME es negativa y estadísticamente significativa al 5% y en Δ CT no es estadísticamente significativa, por lo que como mencionamos anteriormente para entender en profundidad estos resultados realizaremos un análisis de sensibilidad con dicha variable.

Los resultados presentados rechazan la hipótesis nula ya que hemos identificado características de las empresas y del auditor que son determinantes de la calidad de la información financiera de las empresas con participación de la CND.

2.4.3.3 Análisis de Sensibilidad

Debido a que hemos obtenido resultados inconsistentes para la variable CAUDITOR en nuestros tres modelos realizamos un análisis de sensibilidad sobre la misma. Dicho análisis consistió en sustituir la variable CAUDITOR por tres variables dicotómicas, B4B4 variable que toma el valor 1 si el cambio de auditor es de una *Big 4* a otra *Big 4*, B4NB4 variable que toma el valor 1 si el cambio de auditor es de una *Big 4* a una *No Big 4* y NB4NB4 variable que toma el valor 1 si el cambio de auditor es de una *No Big 4* a una *No Big 4*.

Los resultados de dicho análisis de sensibilidad los cuales no presentamos en tablas muestran que en el modelo DACCRUALS la variable NB4NB4 es positiva y estadísticamente significativa al nivel del 10%, por lo que esto se explica similar a lo que se explicó para la variable CAUDITOR en el modelo DACCRUALS y a lo esperado, la contratación de una nueva firma que tiene menor conocimiento de la empresa auditada puede incidir en una mayor discrecionalidad de devengamiento. Al hacer este cambio de variables las mismas variables que antes eran estadísticamente significativas lo siguen siendo, ROA, TAMAÑO, DISSUE y PARTCND.

Para el modelo Δ NETINCOME la variable NB4NB4 es negativa y estadísticamente significativa al nivel del 1%, resultado que se mantiene y nuevamente se contradice con el modelo DACCRUALS y con lo esperado. Al hacer este cambio de variables, se mantiene la variable estadísticamente significativa para el modelo, ROA.

En el modelo Δ CT la variable B4B4 se vuelve positiva y estadísticamente significativa al nivel del 10%, lo que muestra que un cambio de auditor de una firma *Big 4* a otra *Big 4* implica un mayor nivel de devengamiento. En lo que respecta a la variable significativa DISSUE para este modelo lo sigue siendo después del análisis de sensibilidad.

Del análisis de sensibilidad realizado se puede concluir que para los modelos DACCRUALS y Δ NETINCOME la variable NB4NB4 es estadísticamente

significativa al nivel del 10% y 1%, respectivamente, pero con signos opuestos. Mientras que en DACCRUALS tiene signo positivo igual al esperado, en Δ NETINCOME es negativo. Por otra parte, la variable B4B4 para el modelo Δ CT es estadísticamente significativa al nivel del 10%, con signo positivo, por lo que se aprecia que ante un cambio de auditor entre dos firmas de similares características se aumenta la variación del capital de trabajo lo que implica menor calidad de la información financiera.

Los resultados del análisis de sensibilidad muestran que los resultados de la variable CAUDITOR en los modelos DACCRUALS y Δ NETINCOME representaban a un cambio de auditor en especial, el cambio de *No Big 4* a *No Big 4*. Los signos obtenidos por la variable en cada modelo implican que cuando una empresa con participación de la CND cambia de un auditor *No Big 4* a otro *No Big 4*, los devengamientos discrecionales aumentan y además tienden a ser empresas cuya rentabilidad disminuye en comparación a las empresas que no cambian de auditor. Ambos resultados analizados en su conjunto, implican que son empresas que presentan mayor dificultad que el resto para aumentar sus ingresos respecto al ejercicio anterior, lo que puede implicar la existencia de ciertas dificultades, lo que las lleva a realizar un devengamiento más agresivo que el resto de las empresas justamente para intentar mejorar sus resultados, aunque no lo logran.

Los resultados del modelo Δ CT muestra que las empresas con participación de la CND que cambian de un auditor *Big 4* a otro *Big 4* muestran un incremento de los devengamientos vinculados a la operativa de corto plazo, lo que puede estar vinculado a un incremento de la actividad comercial, siendo un devengamiento más focalizado.

Por último, cabe destacar que el resto de las variables del modelo mantienen su signo y su significatividad, lo que muestra que los modelos son robustos.

2.5 CONCLUSIONES

El objetivo del presente trabajo es conocer los determinantes de la calidad de la información financiera en las empresas con participación de la CND, e identificar si el tipo de auditor tiene algún tipo de influencia en la misma. En los últimos tiempos hemos presenciado cuestionamientos por parte de la prensa y la opinión pública sobre el rol de los auditores y la administración de empresas públicas regidas por el derecho privado., lo cual nos motivó a investigar cual era la situación sobre la calidad de la información financiera en empresas uruguayas y determinar si los resultados se encuentran alineados con los estudios existentes en estos temas.

La falta de información financiera de carácter público, como ser la no publicación por parte de las empresas de sus Estados Financieros en la AIN, dificultó el acceso a obtener una base de datos que permita su análisis. Debido a esto y sumado a la coyuntura local y regional sobre la transparencia de los gobiernos en el manejo de los fondos públicos nos enfocamos en realizar un estudio de caso sobre las empresas en que la CND tiene participación, ya que como se explica en el trabajo la información es de carácter público y se financia mayormente por fondos públicos.

Una vez definida la población objetivo a estudiar, complementamos la revisión bibliográfica antes mencionada con las investigaciones existentes sobre Agencias para el Desarrollo como la CND.

La metodología que utilizamos para este estudio fue el método del caso complementado con un análisis empírico sobre los Estados Financieros de dichas empresas para analizar los determinantes de la calidad en la información financiera.

La Corporación Nacional para el Desarrollo, persona jurídica de derecho público no estatal fue creada por la Ley N°15.785, donde fueron establecidos sus cometidos (y las posteriores leyes modificativas), es considerada la Agencia para el Desarrollo

en Uruguay. Su estructura se compone de cinco áreas de acción: desarrollo productivo, administrador de fondos, proyectos y servicios, soporte y *holding*.

El área de Holding tiene como cometido realizar obras de infraestructura y prestación de servicios con entes autónomos y servicios descentralizados para lo cual constituye sociedades comerciales, consorcios y/o fideicomisos. Las tareas desarrolladas por el *holding* no se limitan a la creación de las empresas sino también a brindarle asistencia técnica, asesorarlas en una visión de negocios, transmitir los lineamientos estratégicos definidos por el Directorio de la CND y controlar la gestión y transparencia de las empresas con participación de la Corporación.

Al 31 de diciembre del 2014, la CND contaba con participación en 16 empresas de 10 industrias diferentes, como ser telecomunicaciones, construcción, ferroviaria y servicios entre otras. El porcentaje de participación en las mismas va desde menos del 1% hasta el 100%.

Se utilizaron tres modelos de regresión lineal para identificar los determinantes de la calidad de la información financiera., utilizando como subrogados de la misma a DACCRUALS, Δ NETINCOME y Δ CT. En dichos modelos utilizamos una serie de variables explicativas y de control utilizadas generalmente en la literatura: OPINION, B4AUDITOR, CAUDITOR, LEVERAGE, ROA, LIQUIDEZ, Δ EBITDA, TAMAÑO, PPE, EISSUE, DISSUE, VAZQUEZ, MUJICA, PARTCND, π , Δ PBI, TELECOMUNICACIONES, FERROVIARIA, CONSTRUCCIÓN y TEXTIL LANERA. De esta forma es que obtuvimos la siguiente modelo para el análisis de los determinantes:

Calidad de la información financiera = f (características de la empresa, características del auditor, factores políticos, factores económicos)

Estos modelos fueron aplicados a 91 observaciones las cuales conforman un panel desbalanceado de empresas para el período 2004-2014.

Las principales características de los Estados Financieros de las empresas con participación de la CND, es que en los últimos años muestran un devengamiento poco agresivo. En los Estados Financieros bajo estudio se observa un incremento en los ingresos pero una disminución del capital de trabajo. El endeudamiento de estas empresas es alto observándose en las variables LEVERAGE y DISSUE, sin embargo cuentan con buena liquidez lo que implica que no tienen problemas para afrontar las deudas de corto plazo. La rentabilidad sobre el activo de los Estados Financieros bajo estudio es negativa aunque con un EBITDA muy poco previsible con un promedio final positivo. Por lo general las empresas aumentan su patrimonio año tras año, principalmente debido a capitalizaciones y tienen una participación promedio de la CND de 44%.

La variable ROA es estadísticamente significativa al nivel del 10% en ambos modelos, DACCRUALS y Δ NETINCOME, y muestra coeficiente positivo que coincide con el esperado, por lo que es una determinante de la calidad de la información financiera. Este resultado muestra que las empresas con mayor rentabilidad sobre sus activos tienden a presentar información financiera de menor calidad, o al ser empresas más rentables, muestran mayor nivel de actividad que no necesariamente implica información financiera de menor calidad. El resultado de ambos modelos en forma conjunta muestra que las empresas con mayor rentabilidad sobre sus activos, no solo son capaces de obtener un resultado neto mayor año tras año, sino que el nivel de devengamiento también aumenta, siendo el mismo superior al aumento del flujo de efectivo.

Otro resultado robusto se obtiene de la variable DISSUE, estadísticamente significativa al nivel del 1% en los modelos DACCRUALS y Δ CT, con coeficiente negativo, igual a lo esperado. Por lo que se concluye que las empresas más endeudadas en relación a su tamaño presentan información financiera de mayor calidad. Los acreedores ejercen control sobre el gerenciamiento de las empresas, llevando a las mismas que conlleva a que las mismas sean más conservadoras a la hora del devengamiento cuando las comparamos con las empresas menos endeudadas. Estos resultados muestran también que los niveles de devengamiento relacionado a transacciones de corto plazo también disminuyen.

Otra variable positiva y estadísticamente significativa al nivel del 10% para el modelo DACCRUALS es la variable TAMAÑO, lo que implica que las empresas de mayor porte tienden a devengar más. Haciendo un análisis de similares características a la variable ROA, podemos decir que a mayor tamaño por el volumen de actividad de la empresa se devenga más, sin que esto implique una pérdida en la calidad de la información financiera.

En el modelo DACCRUALS también es estadísticamente significativa al nivel del 10% la variable PARTCND con coeficiente negativo, por lo que se puede concluir que a mayor participación de la CND, mayor control sobre las empresas que implica un mayor nivel de la calidad de la información financiera. Se puede concluir igual que con DISSUE.

CAUDITOR es una variable con resultados inconsistentes, en el modelo DACCRUALS es positiva y estadísticamente significativa al nivel del 10% mientras que en Δ NETINCOME es negativa y estadísticamente significativa al nivel del 5% y en Δ CT no es estadísticamente significativa, por lo que se realizó un análisis de sensibilidad. Del mismo concluimos que el comportamiento de la variable CAUDITOR en los modelos DACCRUALS y Δ NETINCOME está traccionado por un tipo de cambio de auditor en especial, el cambio de *No Big 4* a *No Big 4*. Ambos resultados analizados en su conjunto, implican que las empresas que realizan este tipo de cambio de auditor son empresas que presentan mayor dificultad que el resto para aumentar sus ingresos respecto al ejercicio anterior, lo que puede implicar la existencia de ciertas dificultades, lo que las lleva a realizar un devengamiento más agresivo que el resto de las empresas justamente para intentar mejorar sus resultados, aunque no lo logran.

Los resultados del modelo Δ CT muestra que las empresas con participación de la CND que cambian de un auditor *Big 4* a otro *Big 4* muestran un incremento de los devengamientos vinculados a la operativa de corto plazo, lo que puede estar vinculado a un incremento de la actividad comercial, siendo un devengamiento más focalizado.

A la luz de estos resultados, resulta interesante identificar quienes son las empresas con participación de la CND que presentan características más vinculadas a empresas con información financiera de mayor y menor calidad.

Podemos visualizar que las empresas en las que se observa toda o la mayoría de las siguientes características; mayor DISSUE, menor ROA, menor TAMAÑO, no existió cambio de auditor de *Big 4* a *Big 4* o de *No Big 4* a *No Big 4*, mayor participación de la CND, tienden a presentar información de calidad.

Una de las empresas que muestra características más relacionadas a información financiera de mejor calidad es CVU, la actividad de la empresa es las mejoras de la infraestructura vial del país principalmente mediante la Concesión de Obra Pública acordadas con el MTOP, la misma tiene una participación del 100% de la CND y el ROA es de 1,07% muy cercano a la media, siendo la misma de -2%. Además esta empresa no tuvo ningún cambio de auditor en el periodo. La variable dependiente DACCRUALS está por debajo de la media, -10%, siendo la media de -4%, la variable Δ NETINCOME y Δ CT se encuentran por debajo de la media, salvo algunos años puntuales. Otro aspecto que explica la alta calidad de la información financiera es que emite obligaciones negociables lo que genera un control adicional por parte del mercado y por otros reguladores como ser el Banco Central del Uruguay.

Otra de las empresas que presenta indicadores vinculados a información financiera de buena calidad es SAINDESUR S.A, empresa que se dedica a la prestación de servicios de asistencia técnica y financiera a micro y pequeñas empresas, y cuenta con una participación del 40,77% por parte de CND, siendo sus devengamientos sobre activos promedio del 4% cercano a la media, lo que es un valor bajo comparado con el resto de las empresas. Presenta un DISSUE promedio del 45%, presentando su incremento del pasivo más alto entre los años 2005 al 2007, el cual mostro incrementos de 160% en los años mencionados, coincidiendo con un aumento del activo y de la operativa en dichos años. La empresa presenta rentabilidad sobre activos negativa en todos los ejercicios, con un promedio del 6%. La variación del capital de trabajo promedio es de un 6%, no considerando el año

2004 donde presenta valores extraordinariamente alto. Durante los años analizados la auditoría fue realizada por firmas *No Big 4* cambiando de auditor entre firmas de similares características en dos ocasiones sin observarse cambios significativos. Podemos concluir que es una empresa que presenta buenos indicadores de calidad y que cuenta con agentes externos que controlan el gerenciamiento de la empresa.

Por otra parte existen algunas empresas que presentan indicadores vinculados a información financiera de menor calidad como ser menor DISSUE, mayor ROA, mayor TAMAÑO y con menor participación de la CND.

Una de las empresas es ITC S.A., quien provee servicios de consultoría, asesoramiento profesional y asistencia técnica en Telecomunicaciones, Gestión Estratégica, RRHH, Tecnologías de la Información y Operaciones principalmente para usuarios intensivos de información y comunicaciones, y cuenta con una participación de la CND del 0,08%, el DISSUE de 21% muy inferior a la media de las empresas bajo estudio y un ROA de 12%, superior a la media de las empresas que es de -2%. Estas tres características están claramente relacionadas a empresas que emite información financiera de menor calidad. Esto se evidencia en el nivel de devengamiento discrecional que presenta dicha empresa el cual es de un 21% (siendo la media de las empresas bajo análisis del -4%), una variación del capital de trabajo de 145% (siendo la media de las empresas bajo análisis también del -4%) y una variación de ingresos netos del 24% (siendo la media de las empresas bajo análisis del 3%).

Al igual que HG S.A., empresa del mismo grupo económico, presenta cambio de auditor en los años 2008, 2010 y 2013, presentándose devengamientos más acelerados en los años 2008 y 2013 y con un tratamiento más conservador en el año 2010 que el cambio se realiza de un auditor Big 4 a un No Big 4. De acuerdo a las variables que en los modelos son estadísticamente significativas, estas empresas presentan información financiera de menor calidad.

Otro de los casos es HG S.A, que tiene como objeto realizar negocios basados en las tecnologías de las telecomunicaciones y la información, como ser diseño, desarrollo, construcción, implementación, administración, operación y mantenimiento de sitios web. Esta empresa presenta un devengamiento medio del 1%, variación de ingresos del 28% y una variación del capital de trabajo medio del 302%, siendo entonces los valores de las variables dependientes superiores a la media. Esto se debe a que los determinantes de la calidad de la información financiera muestran valores más relacionados a información financiera de menor calidad. DSSUE muestra valor promedio del 21%, el valor promedio del ROA es 12% (superior a la media -2%) y la participación de la CND es del 0,2% (siendo la media del 44%). Adicionalmente cuenta con varios cambios de auditor en el período analizado. En el año 2008 la empresa cambia de auditor entre firmas *Big 4*, presentando un devengamiento de 57%, una variación de capital de trabajo de 3236% y una rentabilidad sobre activos del 30%. En el año 2010 que cambia de un auditor *Big 4* a un *No Big 4*, se observan cambios más conservadores en las variables, mientras que en el año 2013 donde se vuelve a elegir un auditor *Big 4* no se observan grandes variaciones con los años anteriores. Se puede concluir que es una empresa que muestra indicios de información de baja calidad de acuerdo a las variables estudiadas.

En general la CND y los acreedores funcionan como agentes de contralor exigiéndole a las empresas información de mayor de calidad, no permitiéndoles manipular los resultados libremente, lo que garantiza la transparencia en la información financiera presentada y en las empresas en las que invierte la CND. En el caso de CVU que tiene obligaciones negociables que cotizan en la bolsa de valores de Montevideo, también se muestra muy buenos indicadores de calidad, lo que implica que cuantos más agentes externos de contralor existan, las empresas presentarán información financiera de mayor calidad y más transparente.

Un aspecto a destacar es que cuando existe un cambio de auditor y el mismo es entre una firma *Big 4* a otra *Big 4* o de una *No Big 4* a otra *No Big 4*, la calidad de la información financiera se ve afectada notoriamente, ya que los devengamientos,

la variación de ingresos y la variación de capital de trabajo sufren cambios respecto al año anterior que sugieren un devengamiento discrecional agresivo.

En cuanto a la hipótesis planteada podemos afirmar que la calidad de la información financiera si está vinculada a las características de las empresas, como ser endeudamiento, rentabilidad, participación de la CND y a las características de auditor.

La CND es una agencia para el desarrollo con autonomía media, que tiene un alto nivel de rendición de cuentas y se esfuerza para mostrar transparencia en su gestión y en los manejos de fondos públicos, teniendo un plan estratégico, publicando información financiera de la Corporación y de las empresas en las que invierte, con una estructura administrativa que contempla controles sobre las empresas en las que invierte, como consecuencia los Estados Financieros de las empresas en las que tiene participación de la CND presentan ciertas características relacionadas a variables que son determinantes de la calidad de la información financiera que están en concordancia con los estudios mencionados en la revisión bibliográfica.

De las empresas analizadas con participación de la CND podemos concluir que existen algunas empresas que presenten indicadores asimilados con altos niveles de calidad de la información financiera, mientras que otros presentan características más vinculadas a empresas con niveles más bajos en la calidad de la información financiera. Existen también observaciones puntuales que tienen devengamientos muy agresivos y otras que son menos agresivos. Esto se debe a que las empresas en las que invierte la CND son de diferentes industrias y con diferentes fines. Mientras que en las empresas ferroviaria invierte porque es una industria que trata de desarrollar estratégicamente el Estado, en la industria de telecomunicaciones invierte con el fin de aportar una visión de negocios. Con esto se quiere explicar que las empresas que cuentan con inversión en la CND presentan características muy dispares.

Las dos empresas que presentan indicadores relacionados a alta calidad de la información financiera tienen en común que están fuertemente monitoreadas, ya que tienen alto endeudamiento, alta participación de la CND y baja rentabilidad. Mientras que las dos empresas que presentan indicadores relacionados a baja calidad de la información financiera tienen menor endeudamiento, menor participación de la CND y altas rentabilidades comparadas con la media.

Es importante destacar que las conclusiones arribadas no son extrapolables a otras empresas ya que este estudio se realizó mediante un estudio de caso y además como se mencionó anteriormente las empresas bajo estudio son muy distintas entre sí, en tamaño y cometidos.

2.6 CONTRIBUCIÓN, LIMITACIONES Y RECOMENDACIONES

2.6.1 Contribución

La contribución de este trabajo es aportar información sobre la calidad de la información financiera en empresas que manejan fondos públicos en el Uruguay.

Además de permitirnos identificar cuáles son las empresas con mejor calidad de la información financiera y conocer en qué proyectos invierte la CND, si los mismos presentan información confiable y de calidad.

Dado la poca difusión del manejo de fondos públicos y la situación actual de la región y el país sobre la poca transparencia de los mismos disponer de información de fácil acceso así como los principales resultados y conclusiones a los que hemos podido arribar pueden ser utilizados para profundizar en el tema.

2.6.2 Limitaciones

La no existencia de los Estados Financieros de las empresas en todos los años analizados generó la eliminación de algunos estados debido a no tener la información comparativa requerida en el cálculo de ciertas variables al momento de aplicar los modelos utilizados.

Otro aspecto a mencionar es sobre la cantidad de observaciones en las que se aplican los modelos, este estudio se basa en 91 observaciones, mientras que la mayoría de las investigaciones de este estilo se hace con muestras de mayor alcance. De todos modos, dadas las características del mercado local, consideramos que la cantidad de observaciones obtenidas es razonable.

No fue posible verificar si los honorarios de auditoría son un determinante de la calidad de la información financiera, tal cual se realiza en este tipo de estudios,

debido a la no obligatoriedad de presentación en el Uruguay de los mencionados honorarios en los Estados Financieros.

2.6.3 Recomendaciones

Basados en la investigación realizada por Castillo y Nelson (2003) sobre agencias para el desarrollo en la región, sugerimos que la CND realice acuerdos con universidades uruguayas con el fin de realizar un control y monitoreo sobre las empresas con participación de la CND. Se trataría de una situación parecida a la de CORFO en Chile, dónde la misma Agencia licita entre las Universidades para que hagan distintos análisis sobre las áreas de su competencia y que dichos análisis sean rotativos. Esto mejoraría las rendiciones de cuentas de la Agencia para el Desarrollo y la calidad de la información financiera de acuerdo a los resultados obtenidos en este estudio, ya que al existir más agentes externos a las empresas limitan su libertad y la capacidad de manipular resultados. Esto podría ser puntualmente de interés en empresas que presentan menor nivel de endeudamiento, tienen menor participación de la CND y son muy rentables.

Por otra parte, consideramos necesario el fomento a la realización de trabajos de investigación sobre empresas con participación pública, ya que a nuestro entender nuestro trabajo es pionero en este campo de investigación a nivel local.

Otra recomendación que realizamos a la CND es que obligue a las empresas en las que tenga participación a revelar sus honorarios de auditoría, ya que es una determinante de la calidad de la información financiera de acuerdo a estudios previos (Krishnan y Zhang (2014), Hribar, Kravet y Wilson (2011), Francis (2004)). De la información obtenida en las entrevista con autoridades de la CND se nos comunicó que la selección del auditor se hace mediante licitación de precio. Al obtener esta información se podría investigar, si esta forma es la más adecuada a la hora de elegir el auditor.

Considerando la coyuntura local y regional sobre la transparencia de los gobiernos en el manejo de fondos públicos y las consideraciones mencionadas en las

conclusiones sobre el difícil acceso a la información financiera de las empresas en el país, sería recomendable para la CND dar una mayor difusión de sus principales cometidos, de los fondos públicos que maneja y como son utilizados y controlados los mismos, además de las retribuciones que genera para la sociedad en su conjunto sus acciones.

Por otra parte, recomendamos a la CND que monitoree más a las empresas en las que tiene baja participación y altas rentabilidades, sobre todo si su intención es incrementar la participación en las mismas, además a sabiendas que en estos casos la empresa mayoritaria que controla esta empresa es una empresa estatal. En este sentido también es cuestionable si una participación tan baja de la CND tiene algún tipo de contribución en el gerenciamiento de las empresas, por lo que sería recomendable minimizar este tipo de prácticas.

3. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Alul Enrique. 2010. "Fomento y desarrollo regional. Implementación de las Agencias Regionales de Desarrollo Productivo. El caso de la región del Maule, Chile." *Contabilidad y Negocios*. 10:86-96.

Ames Daniel. 2013. "IFRS adoption and accounting quality: The case of South Africa." *Journal of Applied Economics and Business Research*. 3:154-165.

Anwer S.Ahmed, Michael Neel, and Edward F.Smith. 2013. "Does Mandatory Adoption of IFRS Improve Accounting Quality? Preliminary Evidence." *Contemporary Accounting Research*. 30:1344-1372.

Ball Ray and Shivakumar Lakshmanan. 2006. "The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition." *Journal of Accounting Research*. 44:207-242.

Banco Mundial. (2015). *Crecimiento del PIB (% anual)*. Accedido el 03 de Setiembre de 2015 desde <http://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries>.

Banco Mundial. (2015). *Inflación, precios al consumidor (%)*. Accedido el 03 de Setiembre de 2015 desde <http://datos.bancomundial.org/indicador/FP.CPI.TOTL.ZG>.

Bardos Katsiaryna Salavei. 2011. "Quality of financial information and liquidity." *Review of Financial Economics*. 20:49-62.

Bertranou, J. 2012. "Estado y Agencias Público-Privadas en la promoción del desarrollo productivo en la provincia de Mendoza." *DAAPGE*. 17:7-40.

Bedard Jean, Johnstone Karla M. y Smith Edward F.. 2010. "Audit Quality Indicators: A Status Update on Possible Public Disclosures and Insights from Audit Practice." *Current Issues in Auditing*. 4:12-19.

Calvo Ricardo. 2010. "Agencias de empleo y desarrollo local: ¿Una actividad del tercer Sector?" *Aposta Revista de Ciencias Sociales*. 44.

Castillo Mario y Nelson Roy. 2003. "Accountability in government programmes to promote small and medium-sized enterprises." *Cepal Review*. 79:69-81.

Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera. Interpretación 12 (*CINIIF 12*). Noviembre 2006. *Acuerdo de Concesión de Servicios*.

Colmenárez. A y Pinto. F (2014). *La calidad de la información financiera por adopción de NIIF*. Artículo presentado en Cumbre de las Américas 2014, Managua, Nicaragua.

CND. (2015). *Plan estratégico 2010-2014*. Accedido el 30 de Marzo de 2015. <http://www.cnd.org.uy/index.php/institucional/item/906>.

CND. (2015). *Memorias y Balances CND*. Accedido el 28 de Marzo de 2015. <http://www.cnd.org.uy/index.php/institucional/documentos/item/1012-memorias-y-balances-de-cnd>.

Dechow Patricia, Ge Weili, Schrand Catherine. 2010. "Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences." *Journal of Accounting and Economics*. 50:344-401.

Decreto N° 162/004. Normas emitidas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad - *International Accounting Standards Board* (publicado 12 de mayo de 2004). Accedido el 29 de setiembre de 2015 desde https://www.cgn.gub.uy/innovaportal/v/255/10/innova.front/decreto_n%C2%BA_162_004_normas_emitidas_por_el_consejo_de_normas_internacionales_de_contabilidad_-_international_accounting_standards_board.html.

Decreto N° 222/004. Modificaciones al Decreto N° 162/004. (Publicado 19 de agosto de 2004). Accedido el 29 de setiembre de 2015 desde https://www.mef.gub.uy/10195/1/areas/decreto-222_004-del-30_06_2004.html.

Decreto N° 291/014. Aprobación de la Norma Internacional de Información Financiera para Pequeñas y Medianas Entidades (NIIF para PYMES). (Publicado 20 de octubre de 2014). Accedido el 29 de setiembre de 2015 desde <http://www.impo.com.uy/bases/decretos/291-2014>.

El Diario, Uruguay (2013). Accedido el 29 de setiembre de 2015 desde <http://eldiario.com.uy/2013/09/28/escandalosa-situacion-en-la-cnd/>.

El País de Madrid (2015). Accedido el 29 de setiembre de 2015 desde http://internacional.elpais.com/internacional/2015/04/23/actualidad/1429809428_159008.html.

El País de Uruguay (2015). Accedido el 29 de setiembre de 2015 desde <http://www.elpais.com.uy/informacion/uruguay-media-tabla-facilitar-acceso.html>.

Francis Jere R. 2004. "What do we know about audit quality?" *The British Accounting Review*. 36:345-368.

Francis Jere R. 2011. "A Framework for Understanding and Researching Audit quality." *Auditing: A Journal of Practice & Theory*. 30:125-152.

Francis Jere R. and Krishnan Jagan. 1999. " Accounting Accruals and Auditor Reporting Conservatism." *Contemporary Accounting Research*. 16:135-165.

Gambetta Nicolás, Duygun Meryem y Shaban Mohamed. 2015. "Capital structure adjustment and risk shifting moral hazard: the bank opacity effect in emerging markets".

Gopal V.Krishnan y Yinqi Zhang. 2014. "Is there a relation between audit fee cuts during the global financial Policy crisis and banks' financial reporting quality?" *Journal of Accounting and Public Policy*. 33:279-300.

Heald David y Georgiou George. 2011. "The Substance of Accounting for Public-Private Partnerships." *Financial Accountability & Management*. 27:217-247.

IFAC (2014). A framework for audit quality. Accedido el 30 de setiembre de 2015. <https://www.ifac.org/publications-resources/framework-audit-quality-key-elements-create-environment-audit-quality>.

Hribar Paul, Kravet Todd y Wilson Ryan. 2013. "A New Measure of Accounting Quality". Springer+Business Media New York. 19:506-538.

Infobae (2015). Accedido el 29 de setiembre de 2015. <http://www.infobae.com/2015/03/15/1715700-chile-un-ejemplo-como-actuar-un-escandalo-corrupcion>.

Liu Chung, Yao Lee J y Hu Nan. 2011. "The Impact of IFRS on Accounting Quality in a Regulated Market: An Empirical Study of China." *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. 26:659-676.

Kam-Wah Lai. 2013. "Audit Reporting of Big 4 Versus Non-Big 4 Auditors: The Case of Ex-Andersen Clients." *The International Journal of Accounting*. 48:495-524.

Knechel. W.Robert, Krishnan Gopal V.,Pevzner Mikhail, Shefchick Lori B., y Velury Uma K.. 2013. "Audit Quality: Insights from the Academic Literature." *Auditing: A Journal of Practice & Theory*. 32:385-421.

Krishnan,G.V. 2003. "Audit quality and the pricing of discretionary accruals." *Auditing*. 22:109-126.

Ley N° 15.785. *Corporación Nacional para el Desarrollo, Ley de Creación. (Publicada 23 de diciembre de 1985)*. Accedido el 29 de setiembre de 2015 desde <http://www.parlamento.gub.uy/leyes/AccesoTextoLey.asp?Ley=15785&Anchor=>

Ley N° 17.060. *Uso Indevido del Poder Público (publicada 8 de enero de 1999)*. Accedido el 29 de setiembre de 2015 desde <http://www.parlamento.gub.uy/leyes/AccesoTextoLey.asp?Ley=17060&Anchor=>.

Ley N° 18.056. Organización de las Naciones Unidas, Convención Contra la Corrupción (*publicada 1 de diciembre de 2006*). Accedido el 29 de setiembre de 2015 desde <http://www.parlamento.gub.uy/leyes/AccesoTextoLey.asp?Ley=18056&Anchor=>.

Ley N° 18.381. Derecho de Acceso a la Información Pública, (*publicada 7 de noviembre de 2008*). Accedido el 29 de setiembre de 2015 desde <http://www.parlamento.gub.uy/leyes/AccesoTextoLey.asp?Ley=18381&Anchor=>

Ley N° 18.602. *Agencia Nacional de Desarrollo Económico. Ley de Creación. (Publicada 5 de noviembre de 2009)*. Accedido el 29 de setiembre de 2015 desde <http://www.parlamento.gub.uy/leyes/AccesoTextoLey.asp?Ley=18602&Anchor=>.

Martínez-Ferrero, Jennifer. 2014. "Consequences of financial reporting quality on corporate performance. Evidence at the international level." *Estudios de Economía*. 41:49-88.

Naciones Unidas, Oficina Contra la Droga y el Delito (2004). *Convención de las Naciones Unidas contra la corrupción*. Accedido el 29 de setiembre de 2015 desde http://www.unodc.org/documents/treaties/UNCAC/Publications/Convention/04-56163_S.pdf

Hope Ole-Kristian, Wayne B. Thomas and Vyas Dushyantkumar. 2011. submitted y publicado 2013. "Financial Reporting Quality of U.S. Private and Public Firms." *The Accounting Review*. 88:1715–1742.

OECD and Mountford D. 2009. "Organising for local development: the role of local development agencies. Summary Report." *CFE/LEED*. 18.

Persakis Anthony y Latridis George. 2015. "Earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation". *Journal of Multinational Financial Management*. 30:1-35.

Presidencia de la República Oriental del Uruguay. 2005. *Discurso de Asunción del Dr. Tabaré Vázquez ante la Asamblea General*. Accedido el 29 de setiembre de 2015 desde http://archivo.presidencia.gub.uy/_web/noticias/2005/03/2005030111.htm

Reynaers, Anne-Marie. 2013. "Public Values in Public-Private Partnerships." *Public Administration Review*. 74:41-50.

Soderstrom Naomi S. y Sun. Kevin Jialin. 2007. "IFRS Adoption and Accounting Quality: A review." *European Accounting Review*. 16:675-702.

Shiva Rajgopal, M.V. 2011. "Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility." *Journal of Accounting and Economics*. 51:1-20.

Teixeira, J., Silva, F., Fernandes, A. and Alves, A.. 2014. "Banks' capital, regulation and the financial crisis." *The North American Journal of Economics and Finance*. 28:33-58.

The World Justice Project. 2015. "Open Government Index". Accedido el 29 de setiembre de 2015 desde <http://worldjusticeproject.org/open-government-index>

Tribunal de Cuentas. 2012. *Resolución N°2012-17-1-0000175*. Accedido el 29 de setiembre de 2015 desde http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:rCs_78tiO4sJ:www.tcr.gub.uy/archivos/resoluciones_1625_resoluciones_794_r2012-17-1-0000175-web.doc+&cd=1&hl=es&ct=clnk&gl=uy

4. ANEXOS

ANEXO 1. ENTREVISTA A AUTORIDADES DE LA CND

- ¿Cuál es el grado de autonomía con el que cuenta la CND en su toma de decisiones?
- ¿La CND cuenta con asistencia de los organismos multilaterales de crédito?
¿Qué le exigen a cambio los mismos?
- ¿Existe un control estatal sobre el funcionamiento de la CND? ¿Qué organismo tiene dicha función y de qué forma debería realizarla?
- ¿Cómo se determina el presupuesto de la CND y qué organismo o institución lo determina?
- ¿Existe algún otro tipo de control sobre cómo fue utilizado su presupuesto y si puede modificarse según lo realizado?
- ¿Cuál es el motivo por el cual la CND invierte en el capital de algunas empresas y en otras únicamente asesora o brinda servicios? ¿Invierte tanto en empresas creadas por otras empresas públicas como en empresas 100% privadas? ¿Cuál es el criterio utilizado?
- ¿Cómo se realizan las evaluaciones y las rendiciones de cuentas dentro del organismo?
- ¿Se controlan los Estados Financieros Auditados de las empresas con capital invertido por parte de la CND? ¿Se realizan observaciones a los mismos?
- ¿Existen indicadores de medición para determinar si se están cumpliendo los objetivos en las empresas que forma parte la CND?
- ¿La CND tiene participación en la administración y toma de decisiones de las empresas en las que tiene participación?
- ¿Por qué no hay distribución de dividendos en las empresas con participación de la Corporación?

ANEXO 2. DESCRIPCIÓN DE LAS EMPRESAS CON PARTICIPACIÓN DE LA CND

ACCESA

Nombre	ACCESA S.A.
Fecha de Constitución	29 de Marzo de 2007
Ubicación	Montevideo: Aguada, Ciudad Vieja y Punta Carretas; en Paysandú (capital), Rocha (Castillos) y Artigas (Capital).
Industria	Servicios de comunicación
Participación de la CND	4,26%
Otros accionistas	95,74%
Autoridades	Ing. Ricardo Irland, Presidente
Último cierre de ejercicio	31 de Diciembre de 2014
Normas Contables Adecuadas	Normas Contables Adecuadas en Uruguay
Ventas \$	477.932.144
Activo \$	395.286.249
Patrimonio \$	312.077.160
Auditor externo	KPMG
Breve descripción del negocio	ACCESA es una sociedad anónima cerrada, que tiene por objeto la prestación de servicios de call center, servicios de transmisión, procesamiento de información, datos y contenidos mediante sistemas de telecomunicaciones y tecnología de la información. Está certificada en calidad, gestión ambiental, seguridad y salud ocupacional. La cantidad de personal ocupado asciende a 1073 personas que reciben continua capacitación. En Montevideo, se culminaron las obras de reforma del inmueble en la calle Fiol de Pereda al que se trasladó el personal administrativo y gerencias, a excepción del departamento de RRHH. En este ejercicio se enfatizó en la adecuación de tecnología de operaciones en los diferentes sitios, en desarrollo de software, así como en la organización de procedimientos y control de los activos y en el control de las obras de infraestructura. Se incorporó un Sistema de Gestión Contable y Financiero.
Principales clientes	ANTEL, Correo Uruguayo, BBVA, INE, Lan
Principales proveedores	Antel

Países a los que exporta	No exporta
Países desde donde importa	No importa
Volumen de negocio con CND (% s/vtas)	0%

AGOLAN S.A. en liquidación

Nombre	AGOLAN S.A. en liquidación
Fecha de Constitución	09 de noviembre de 1993
Ubicación	Juan Lacaze, Colonia
Industria	Textil Lanera
Participación de la CND	100%
Otros accionistas	0%
Autoridades	CND Liquidadora
Último cierre de ejercicio	31 de Diciembre de 2014
Normas Contables Adecuadas	Normas Contables Adecuadas en Uruguay
Ventas \$	39.072.448
Activo \$	65.134.041
Patrimonio \$	(65.564.155)
Auditor externo	CPA Ferrere
Breve descripción del negocio	<p>La actividad principal de la empresa era la producción y comercialización de tejidos de lana cardada y mantas y frazadas de lana. La actividad se desarrollaba en la ciudad de Juan Lacaze, departamento de Colonia.</p> <p>A partir del ejercicio 2011 fue ejecutado un importante proyecto de reestructuración de la Sociedad, que implicó la reconfiguración de la plantilla del personal, implementación de procesos productivos y equipos industriales más eficientes, cambios en la estrategia comercial, entre otros, los cuales si bien permitieron lograr ciertas mejoras en los resultados de la sociedad, no fueron suficientes. La Sociedad continuó obteniendo pérdidas económicas significativas, las que se profundizaron en el ejercicio 2013. Por resolución de la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad, de fecha 17 de marzo de 2014, considerando la situación económica y patrimonial expuesta, se ha determinado discontinuar la actividad de Agolan, procediéndose a su disolución anticipada e inicio del proceso de liquidación, conforme a lo previsto por el Art. 159 de la Ley N° 16.060.</p>
Principales clientes	Sin información
Principales proveedores	Sin información
Países a los que exporta	Brasil, Chile, Colombia y Estados Unidos
Países desde donde importa	No importa
Volumen de negocio con CND (% s/vtas)	1.34%

CADASA

Nombre	Corporación Administradora de Activos S.A.
Fecha de Constitución	Sin Información
Ubicación	Montevideo
Industria	Servicios de Administración de Activos
Participación de la CND	100%
Otros accionistas	0%
Autoridades	CND
Último cierre de ejercicio	31 de Diciembre de 2014
Normas Contables Adecuadas	Normas Contables Adecuadas en Uruguay (NIIF PYMES)
Ventas \$	51.619
Activo \$	272.270
Patrimonio \$	(477.245)
Auditor externo	Kaplan
Breve descripción del negocio	Su principal actividad hasta el 31 de mayo de 2013 fue la prestación de servicios de administración de activos, fundamentalmente de edificios e instalaciones. Con fecha 27 de Mayo de 2013 mediante Acta del Administrador se tomó la decisión por parte de la sociedad de transferir la actividad de CADA S.A. a la CND.
Principales clientes	CND, LEGADER S.A.
Principales proveedores	Empresa prestadora de servicios
Países a los que exporta	No exporta
Países desde donde importa	No importa
Volumen de negocio con CND (% s/vtas)	0%

CFU S.A

Nombre	Corporación Ferroviaria del Uruguay S.A.
Fecha de Constitución	2006
Ubicación	Montevideo
Industria	Construcción
Participación de la CND	100%
Otros accionistas	0%
Autoridades	CND
Último cierre de ejercicio	31 de Diciembre de 2014
Normas Contables Adecuadas	Normas Contables Adecuadas en Uruguay
Ventas \$	126.703.865
Activo \$	206.447.649
Patrimonio \$	194.110.748
Auditor externo	PWC
Breve descripción del negocio	<p>La actividad principal de la empresa es la construcción y rehabilitación de vías de la red ferroviaria. Durante el 2014 se continuó con la ejecución del contrato por la Licitación Pública Internacional N°60/12 del MTOP, "Rehabilitación de Vías Férreas, Línea Rivera, Tramo: Pintado - Rivera", completando aproximadamente el 25% de avance de obra. Esto implicó una certificación de ejecución de tareas por \$ 139:217.278.</p> <p>Durante el ejercicio se ejecutó el tramo Tacuarembó - Rivera (120 km), desarrollando tareas que consistieron en colocación de durmientes, esqueletoneado de vía, reconstrucción de banquetas y cunetas, colocación de balasto, reacondicionamiento de pasos a nivel y desmalezado mecánico, entre otras. La dirección de obra, en el mes de abril ordenó la realización de mayores metrajes en varios rubros de la obra, lo cual CFU implementó de forma inmediata.</p> <p>Se culminó el año con 87 personas en los distintos frentes de obra logrando una optimización de los recursos humanos previstos en cerca del 15%.</p>
Principales clientes	AFE, MTOP
Principales proveedores	Sin Información
Países a los que exporta	No exporta
Países desde donde importa	No importa
Volumen de negocio con CND (% s/vtas)	0%

CONAFIN S.A

Nombre	Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Fecha de Constitución	2004
Ubicación	Montevideo
Industria	Servicios Financieros
Participación de la CND	100%
Otros accionistas	0%
Autoridades	CND
Último cierre de ejercicio	31 de Diciembre de 2014
Normas Contables Adecuadas	Normas Contables Adecuadas en Uruguay
Ventas \$	89.455.104
Activo \$	80.232.242
Patrimonio \$	71.383.041
Auditor externo	Grant Thornton
Breve descripción del negocio	<p>CONAFIN tiene calificación de fiduciario financiero. La misma administra diversos Fideicomisos y Fondos cumpliendo distintos roles en cada uno de ellos.</p> <ul style="list-style-type: none"> • SIGA, su principal misión es aportar al financiamiento de calidad a las micro, pequeñas y medianas empresas a través de la garantía. La visión de este Sistema es que llegue a ser un actor relevante en el desarrollo productivo del país y un referente a nivel regional como uno de los mejores sistemas de garantías de apoyo a las empresas • FOGADI, Fondo de Garantías para Desarrollos Inmobiliarios) destinado al sector de la Construcción y enmarcado dentro de la Ley 18.795 de Viviendas de Interés Social. Actualmente, dicho Fondo se encuentra en proceso de rediseño junto a la Agencia Nacional de Vivienda (ANV) luego de haber realizado un estudio de mercado del mismo. • FGCH, Fondo de Garantías de Créditos hipotecarios, conjuntamente con ANV se diseñó el Fondo de Garantías para Créditos Hipotecarios (FGCH), que comenzó a operar durante 2013 y en el que Conafin Afisa tiene un rol activo en la instrumentación y gestión de la herramienta frente a las instituciones financieras. Dicho fondo tiene por finalidad otorgar garantías parciales para

	<p>la concesión de créditos hipotecarios, destinados a personas físicas para la adquisición de una vivienda de interés social</p> <ul style="list-style-type: none"> • FONDES administración de este fondo cuyo objetivo es apoyar el financiamiento a proyectos viables y sustentables, que sean definidos de interés por el Poder Ejecutivo y que cumplan con las condiciones requeridas por la reglamentación. • FEE, Fondo de Estabilización Energética el cual CONAFIN es fiduciario, CND fideicomitente y UTE el beneficiario. El mismo tiene como objetivo reducir el impacto negativo de los déficits hídricos sobre la situación financiera de UTE y de las finanzas públicas globales • Colonización, Durante el 2014 también se concretó el diseño del Fideicomiso Financiero para la Compra de Tierras del Instituto Nacional de Colonización, del cual Conafin Afisa será Fiduciario y agente de pago. Dicho Fideicomiso se convertirá en el primer fideicomiso financiero de CONAFIN AFISA, y se prevé su emisión para Junio de 2015
Principales clientes	FONDES, FAB, SIGA, SODRE
Principales proveedores	Empresa prestadora de servicios
Países a los que exporta	No exporta
Países desde donde importa	No importa
Volumen de negocio con CND (% s/vtas)	58%

CVU S.A

Nombre	Corporación Vial del Uruguay S.A.
Fecha de Constitución	29 de Octubre de 2001
Ubicación	Montevideo
Industria	Construcción
Participación de la CND	100%
Otros accionistas	0%
Autoridades	CND
Último cierre de ejercicio	31 de Diciembre de 2014
Normas Contables Adecuadas	Normas Contables Adecuadas en Uruguay (NIIF Full)
Ventas \$	3.776.842.724
Activo \$	5.732.614.698
Patrimonio \$	938.169.849
Auditor externo	PWC
Breve descripción del negocio	<p>El objeto de CVU es realizar las actividades que estuvieren vinculadas o fueren necesarias para la ejecución de las obligaciones que asumió y asumirá CND, en virtud del o de los contrato/s de Concesión de Obra Pública celebrados o que celebrará con el MTOP.</p> <p>En el presente ejercicio se ejecutaron obras por US\$ 115:083.900 dentro de las cuales se destaca el nuevo Puente Sobre el Río Santa Lucía en la Ruta 11 y sus accesos.</p> <p>Se firmó entre CND, CVU y CAF un contrato de préstamo por US\$ 75 millones con plazo de 15 años para la financiación del Programa de Inversión Pública en Infraestructura Vial II destinado al mantenimiento y/o rehabilitación de rutas nacionales. Dicho préstamo se complementa con un aporte local de US\$ 25 millones.</p> <p>En este año se contrató la consultoría para la revisión y modificación del contrato de concesión suscrito entre CND y MTOP, en el marco del cual se relevaron 2.900 km de red primaria y corredores internacionales.</p>

	En el marco de la mejora continua de la gestión se instaló una central telefónica IP de última generación con servicios automatizados a los usuario, se instalaron cámaras de alta resolución para monitorear los peajes online y se continuó con el desarrollo GES, software para automatizar la gestión y el control de las tareas de apoyo vinculadas al proceso de cobranza de peajes. Así también se desarrollaron las tradicionales campañas de adhesión al sistema de tags superando los 200.000 tags instalados.
Principales clientes	MTOP
Principales proveedores	Sin Información
Países a los que exporta	No exporta
Países desde donde importa	No importa
Volumen de negocio con CND (% s/vtas)	Recibe servicios de CND 0,12% s/costos y 44,38% s/GAV

EGIRAL S.A

Nombre	Egiral S.A.
Fecha de Constitución	2008
Ubicación	Montevideo
Industria	Sin actividad
Participación de la CND	80%
Otros accionistas	20% AFE
Autoridades	CND
Último cierre de ejercicio	31 de Diciembre de 2014
Normas Contables Adecuadas	Normas Contables Adecuadas en Uruguay
Ventas \$	0
Activo \$	403.195
Patrimonio \$	200.376
Auditor externo	Normey – Peruzzo & Asoc.
Breve descripción del negocio	<p>El objeto de esta Sociedad Anónima consistiría en la prestación y realización de servicios de transporte de cargas por vía férrea, incluyendo todos los servicios lineales asociados al mismo, servicios de mantenimiento y rehabilitación de la infraestructura ferroviaria (incluyendo el material tractivo y remolcado por otros operadores ferroviarios) y la adquisición de material rodante.</p> <p>A la fecha de los Estados Financieros, la Sociedad no ha desarrollado actividades desde el momento de su constitución. Las actividades que la Sociedad pueda realizar en el futuro, serán resueltas oportunamente por el Directorio de la misma.</p>
Principales clientes	No tiene actividad
Principales proveedores	Sin Información
Países a los que exporta	No tiene actividad
Países desde donde importa	No tiene actividad
Volumen de negocio con CND (% s/vtas)	0%

HG S.A

Nombre	HG S.A.
Fecha de Constitución	2001
Ubicación	Montevideo
Industria	Tecnología en telecomunicaciones
Participación de la CND	0,1973%
Otros accionistas	99,8026% ANTEL
Autoridades	Sin información
Último cierre de ejercicio	31 de Diciembre de 2014
Normas Contables Adecuadas	Normas Contables Adecuadas en Uruguay
Ventas \$	195.675.037
Activo \$	135.309.306
Patrimonio \$	91.749.804
Auditor externo	Deloitte
Breve descripción del negocio	<p>La actividad principal de la Sociedad es realizar negocios basados en las tecnologías de las telecomunicaciones y la información, como ser diseño, desarrollo, construcción, implementación, administración, operación y mantenimiento de sitios web.</p> <p>En el ejercicio 2014 se continuó con el crecimiento de las ventas y los resultados netos. Los proyectos a remarcar durante el año son:</p> <ul style="list-style-type: none"> - AIN: apoyo a la implementación de la Central de balances Electrónicos (XBRL); - ANTEL: nuevos proyectos y servicios como el Login Único; sistema de Registro de DNS; Vera TV y Vera+. Además se ampliaron sustancialmente las funcionalidades de Tickantel para dar soporte directamente en la ventanilla de cobro de los teatros SODRE y Solís.
Principales clientes	ANTEL
Principales proveedores	Sin información
Países a los que exporta	Sin información
Países desde donde importa	Empresa prestadora de servicios
Volumen de negocio con CND (% s/vtas)	0,65%

ISUR S.A

Nombre	INTERCONEXIÓN DEL SUR S.A.
Fecha de Constitución	2007
Ubicación	Melo, Cerro Largo
Industria	Energía eléctrica
Participación de la CND	1,39%
Otros accionistas	98,61% UTE
Autoridades	CND Administradora
Último cierre de ejercicio	31 de Diciembre de 2014
Normas Contables Adecuadas	Normas Contables Adecuadas en Uruguay
Ventas \$	0
Activo \$	4.361.767.931
Patrimonio \$	224.177.326
Auditor externo	Deloitte
Breve descripción del negocio	<p>El objeto de la sociedad es realizar todas las actividades necesarias para la construcción y gestión de una Estación Conversora de Frecuencia a ser instalada en Melo y una línea aérea que la unirá con Candiota en Brasil, posibilitando así la interconexión eléctrica con Brasil.</p> <p>CND está encargada de la Administración y Gestión de la sociedad y UTE de la Dirección de obra, de acuerdo a contratos firmados en 2009 y 2010 respectivamente.</p> <p>Las obras en la Conversora en Melo se encuentran sustancialmente culminadas, y se espera que la misma entre en funcionamiento en el segundo semestre de 2015.</p> <p>En el presente ejercicio se han realizado básicamente tareas de montaje, ensayos y puesta a punto del sistema de control, a la espera de la culminación de las obras de Candiota.</p> <p>A la fecha del cierre del ejercicio 2014 la sociedad se encontraba en fase pre operativa; habiendo llevado a cabo las obras de construcción de la infraestructura. Al cierre del ejercicio las obras de tendido eléctrico a ser ejecutadas por UTE y Electrobras a efectos de que la misma queden en condiciones operativas para el inicio del contrato.</p>
Principales clientes	UTE
Principales proveedores	Sin información
Países a los que exporta	Sin información
Países desde donde importa	Sin información
Volumen de negocio con CND (% s/vtas)	Recibe servicios de CND 52% s/GAV

ITC S.A

Nombre	ITC S.A.
Fecha de Constitución	31 de Octubre de 2000
Ubicación	Montevideo
Industria	Asesoramiento en telecomunicaciones
Participación de la CND	0,076%
Otros accionistas	99,924% ANTEL
Autoridades	Virginia Quintero Presidente – Rodolfo Fariello Director por ANTEL
Último cierre de ejercicio	31 de Diciembre de 2014
Normas Contables Adecuadas	Normas Contables Adecuadas en Uruguay
Ventas \$	174.553.599
Activo \$	175.627.813
Patrimonio \$	157.234.786
Auditor externo	Deloitte
Breve descripción del negocio	<p>El giro principal de la sociedad es proveer servicios de consultoría, asesoramiento profesional y asistencia técnica en Telecomunicaciones, Gestión Estratégica, RRHH, Tecnologías de la Información y Operaciones.</p> <p>Generalmente los clientes son usuarios intensivos de información y comunicaciones, en sectores tales como Telecomunicaciones, servicios Públicos, Banca y Finanzas, Transporte, Industria, Agroindustria, Salud, Educación, Gobierno y gobiernos locales.</p> <p>En el marco del Plan Estratégico 2010-2014 donde se ha identificado al mercado externo como pilar en el desarrollo y fortalecimiento de la empresa, se mantuvo la presencia en dicho mercado, ampliando los clientes de Ecuador.</p> <p>Durante 2014 se implementó un Sistema de Gestión de Calidad, obteniéndose la Certificación de la Gestión, conforme a la norma ISO 9001:2008.</p>
Principales clientes	Antel, ANV, ANCAP, OSE, BSE, Agesic
Principales proveedores	Empresa prestadora de servicios
Países a los que exporta	Ecuador, Argentina, Paraguay, Costa Rica
Países desde donde importa	Empresa prestadora de servicios
Volumen de negocio con CND (% s/vtas)	0%

LEGADER S.A

Nombre	LEGADER S.A.
Fecha de Constitución	2006
Ubicación	Montevideo
Industria	Administración de Propiedades
Participación de la CND	100%
Otros accionistas	0%
Autoridades	CND
Último cierre de ejercicio	31 de Diciembre de 2014
Normas Contables Adecuadas	Normas Contables Adecuadas en Uruguay
Ventas \$	2.229.920
Activo \$	6.531.936
Patrimonio \$	6.255.658
Auditor externo	Marcelo Introini & Asociados
Breve descripción del negocio	<p>Es una sociedad cerrada 100% propiedad de CND, constituida a efectos de administrar, arrendar y operar con bienes inmuebles.</p> <p>En este año se procedió con un Llamado Público para la realización de un Anteproyecto de Arquitectura y Construcción del Edificio Anexo a Torre Ejecutiva.</p> <p>Durante la excavación y estudios de cateos previos para esta construcción se encontraron restos arqueológicos, de los cuales la Comisión de Patrimonio del MEC otorgó el mayor grado de protección dado su alto valor patrimonial. En consecuencia se procedió con la ampliación de contrato con la empresa adjudicataria para la aprobación del nuevo proyecto dada las necesidades de preservación surgidas de dicho hallazgo.</p>
Principales clientes	Presidencia de la República
Principales proveedores	Empresa prestadora de servicios
Países a los que exporta	No exporta.
Países desde donde importa	Empresa prestadora de servicios
Volumen de negocio con CND (% s/vtas)	CND presta servicios 90,73% s/costo de ventas

MANANTIAL DORADO S.A

Nombre	MANANTIAL DORADO S.A.
Fecha de Constitución	2009
Ubicación	Montevideo
Industria	Consultoría y Soluciones en materia de gestión del agua
Participación de la CND	5% CND
Otros accionistas	95% OSE
Autoridades	<p>Directores en representación de OSE Presidente: Ing. Milton Machado Lens Vicepresidente: Esc. Claudia Palacio Cora Director: Arq. Gerardo García Miranda Secretario General: Dr. Gustavo Pérez Vilche</p> <p>Directores en representación de CND Gerente/ Coordinación de Holding : Ec. Sofía Chabalgoity Analista Jefe / Coordinación de Holding: Cra. Graciela Méndez</p>
Último cierre de ejercicio	31 de Diciembre de 2014
Normas Contables Adecuadas	Normas Contables Adecuadas en Uruguay
Ventas \$	886.936
Activo \$	2.141.694
Patrimonio \$	1.403.441
Auditor externo	Normey – Peruzzo & Asociados
Breve descripción del negocio	<p>Manantial Dorado es una sociedad anónima cerrada constituida por OSE y CND para:</p> <p>a) la construcción, remodelación, y/o mantenimiento de soluciones estructurales para el tratamiento de líquidos residuales, el abastecimiento de agua potable y/o actividades vinculadas a la misma;</p> <p>b) prestación de servicios de consultoría en materia de sus cometidos;</p> <p>c) la adquisición y venta de los bienes, insumos y servicios para la realización de sus actividades.</p> <p>En el año 2014 se finalizó el prototipo de la UMTE (Unidad Modular de Tratamiento de Efluentes) y se están realizando</p>

	ajustes menores al diseño y para su puesta en marcha de forma piloto. La sociedad al 31 de diciembre de 2014 se encuentra en causal de reducción obligatoria de capital según el Art. 293 de la Ley 16.060. La dirección de la sociedad adoptará las medidas necesarias para subsanar dicha situación.
Principales clientes	Estado uruguayo
Principales proveedores	Sin información
Países a los que exporta	Sin información
Países desde donde importa	Sin información
Volumen de negocio con CND (% s/vtas)	Sin información

PETROURUGUAY S.A

Nombre	PETROURUGUAY S.A.
Fecha de Constitución	10 de Julio de 1991
Ubicación	Buenos Aires, Argentina
Industria	Petrolera
Participación de la CND	0.07%
Otros accionistas	73,22% ANCSOL SA, 26,71% ANCAP
Autoridades	Nelson Ucha, Presidente; Arnoldo Gelman, Comisión Fiscalizadora
Último cierre de ejercicio	31 de Diciembre de 2014
Normas Contables Adecuadas	Normas Contables Adecuadas en Argentina
Ventas \$	105.412.125
Activo \$	260.276.608
Patrimonio \$	105.412.125
Auditor externo	Deloitte
Breve descripción del negocio	<p>La sociedad fue concebida con la finalidad de desarrollar actividades de “Upstream” en Argentina, siendo productor de petróleo y gas natural que se comercializa totalmente en el mercado local.</p> <p>Se pueden distinguir las siguientes unidades de negocio:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Exploración y producción de gas y petróleo en Argentina a través de una UTE (Unión Transitoria de Empresas) con Petrobras Argentina S.A. y UTE con ENARSA, YPF S.A. y Petrobras Argentina S.A. • Comercialización de gas y petróleo en el mercado local
Principales clientes	Oil Combustibles S.A.
Principales proveedores	Sin información
Países a los que exporta	No exporta
Países desde donde importa	Sin información
Volumen de negocio con CND (% s/vtas)	Sin información

SAINDESUR S.A

Nombre	SAINDESUR S.A.
Fecha de Constitución	1990
Ubicación	Montevideo
Industria	Asistencia Técnica a PYMES
Participación de la CND	40,77%
Otros accionistas	33,03% SIDI 18,53% FUNDASOL 2,41% OIKOCREDIT 2,20% CCU 1,37% CLAEH 0,72% IPRU 0,64% UCRE 0,33% FORO JUVENIL
Autoridades	Presidencia: CND Secretaría: FUNDASOL Tesorería: IPRU Vocal: CCU, SIDI, CLAEH, UCRE
Último cierre de ejercicio	30 de Setiembre de 2014
Normas Contables Adecuadas	Normas Contables Adecuadas en Uruguay
Ventas \$	1.563.343
Activo \$	14.212.572
Patrimonio \$	6.111.712
Auditor externo	C&G Asociados SRL
Breve descripción del negocio	Saindesur SA es una empresa fundada en 1990 dedicada a brindar asistencia técnica y financiera a pequeñas y medianas empresas con el cometido de lograr su consolidación y desarrollo. Durante este ejercicio CND firmó un convenio de Cooperación Técnica no reembolsable con CAF con el objeto de realizar un análisis estratégico de reposicionamiento de Saindesur. Actualmente se está trabajando con potenciales socios capitalistas y en la estructuración de posibles alianzas que permitan la implantación de la estrategia definida
Principales clientes	Ratoplast SRL, Galber SA, Distrimat SRL
Principales proveedores	Empresa prestadora de servicios
Países a los que exporta	No exporta
Países desde donde importa	Empresa prestadora de servicios
Volumen de negocio con CND (% s/vtas)	Sin información

SELF S.A

Nombre	SERVICIOS LOGISTICOS FERROVIARIOS S.A.
Fecha de Constitución	03 de Abril de 2003
Ubicación	Montevideo
Industria	Ferroviaria
Participación de la CND	49%
Otros accionistas	51% AFE
Autoridades	Sin información
Último cierre de ejercicio	31 de Diciembre de 2014
Normas Contables Adecuadas	Normas Contables Adecuadas en Uruguay
Ventas \$	0
Activo \$	636.568.525
Patrimonio \$	531.428.683
Auditor externo	Stavros Moyal & Asociados
Breve descripción del negocio	<p>Empresa dedicada a la prestación y realización de servicios de transportes de carga por vía férrea incluyendo todos los servicios lineales asociados al mismo, servicio de mantenimiento y rehabilitación de la infraestructura ferroviaria y la adquisición de material rodante. En el presente ejercicio y en cumplimiento de lo dispuesto en el art 303 de la Ley 18.996 del 7 de noviembre de 2012, se ejecutó la transferencia de bienes de AFE a Servicios Lineales Ferroviarios SA (SLF SA). Se transfirieron 30 locomotoras y 563 vagones valorizados en \$ 468.820.352,50. Adicionalmente se recibieron aportes en efectivo realizado por los accionistas. El capital integrado de la sociedad asciende a \$ 570.000.000.</p> <p>La empresa obtuvo la Licencia de Operador Ferroviario (LOF) aprobada y emitida por la Dirección Nacional de Transporte Ferroviario del MTOP.</p> <p>El proyecto de Inicio y Puesta en Marcha por US\$ 45.000.000 presentado a la CAF a fines de 2013 ha avanzado con éxito. Se realizó el <i>due dilligence</i>, se establecieron los Términos y Condiciones para el préstamo que fueron aprobado por el Comité de CAF, y se redactó el borrador del contrato.</p>
Principales clientes	Sin información
Principales proveedores	Sin información
Países a los que exporta	No exporta
Países desde donde importa	No importa
Volumen de negocio con CND (% s/vtas)	0%

VALER S.A. en formación

Nombre	VALER S.A. (en formación)
Fecha de Constitución	2014
Ubicación	Montevideo
Industria	Reciclado
Participación de la CND	99.5%
Otros accionistas	0.5% Dr. Diego Pastorin
Autoridades	Sin información
Último cierre de ejercicio	31 de Diciembre de 2014
Normas Contables Adecuadas	Normas Contables Adecuadas en Uruguay
Ventas \$	0
Activo \$	261.892
Patrimonio \$	247.249
Auditor externo	Sin auditoría
Breve descripción del negocio	<p>La sociedad fue creada con el objeto de:</p> <ul style="list-style-type: none"> A) El tratamiento y la valorización de residuos urbanos o agroindustriales para la generación y venta de energía, utilizando o no otros combustibles. B) La industrialización, comercialización, importación, exportación, compraventa, arrendamiento, construcción, operación u administración de bienes, obras y servicios, y la celebración de todo tipo de contratos y realización de actividades relacionadas, necesarias para el cumplimiento del objetivo descrito. C) Participación, constitución y/o adquisición de empresas relacionadas con el objeto establecido.
Principales clientes	Sin actividad
Principales proveedores	Sin actividad
Países a los que exporta	Sin actividad
Países desde donde importa	Sin actividad
Volumen de negocio con CND (% s/vtas)	Sin actividad