

HACIA UN MODELO ARMÓNICO DE GOBIERNO CORPORATIVO EN EL MILA

Andrés Bernal C., Socio Director, y Ricardo Mariño B., Consultor
Governance Consultants S.A.

Índice

<i>I. Un modelo armónico sustentado en un mercado integrado</i>	<i>2</i>
<i>II. Un modelo armónico para países con desafíos de gobierno corporativo similares</i>	<i>2</i>
<i>III. Un modelo armónico basado en una metodología común: “cumpla o explique”</i>	<i>4</i>
<i>IV. Un modelo armónico para economías similares y complementarias</i>	<i>5</i>
<i>V. Un modelo armónico para países con elementos de Gobierno Corporativo en Evolución</i>	<i>6</i>
<i>VI. Una propuesta de régimen común de Gobierno Corporativo</i>	<i>8</i>

HACIA UN MODELO ARMÓNICO DE GOBIERNO CORPORATIVO EN EL MILA

Andrés Bernal C., Socio Director, y Ricardo Mariño B., Consultor
*Governance Consultants S.A.*¹

I. Un modelo armónico sustentado en un mercado integrado

El MILA se originó en el segundo semestre de 2009, con un primer acuerdo de intención de las bolsas de valores y depósitos centralizados de valores de Colombia, Chile y Perú². Este acuerdo, posteriormente, fue acompañado de un memorando de entendimiento de los supervisores del mercado de valores³ de los tres países, y en mayo de 2011, se dio inicio oficial a la operación del modelo integrado⁴. El alcance actual de MILA es la integración del mercado de acciones de países participantes, mediante plataformas integradas de negociación, liquidación de operaciones en moneda local independiente por cada intermediario y cuentas compartidas entre los depósitos centralizados de valores, de tal forma que sean transparentes para el mercado⁵.

El modelo integrado MILA presenta múltiples beneficios significativos para diversos actores del mercado de valores en estos tres países:

- Para los emisores: mejores oportunidades para que, producto de un mayor número de compradores (inversionistas), se adquieran sus emisiones con mejores niveles de valoración.
- Para los inversionistas: un mercado más grande donde colocar sus recursos⁶.

Sin embargo, y más importante aún, el MILA constituye un gran beneficio para las tres naciones en la medida que permite que una masa mayor de alternativas de inversión –producto del agregado de los tres mercados-, genere mayor interés para los inversionistas de renta variable en el mundo.

El MILA tiene el mayor número de compañías emisoras de la región (553 emisores), con la segunda capitalización bursátil más grande, con cerca de USD 635.000 millones⁷.

II. Un modelo armónico para países con desafíos de gobierno corporativo similares

El gobierno corporativo ha sido una pieza angular en el desarrollo empresarial durante la última década en el mundo. Progresivamente las discusiones sobre prácticas asociadas al fortalecimiento del papel de los directorios (o juntas directivas) en labores de dirección y supervisión; la protección de los accionistas e inversionistas; la revelación de información corporativa; y el manejo rigu-

¹ Nota aclaratoria de conflictos de interés: el autor y su firma Governance Consultants S.A., son consultores de varios emisores, bolsas de valores y depósitos centralizados de valores, mencionados en este artículo.

² Bolsa de Comercio de Santiago; Bolsa de Valores de Colombia; Bolsa de Valores de Lima; DCV – Chile; Deceval – Colombia; y CAVALI – Perú.

³ Superintendencia de Valores y Seguros (Chile); Superintendencia Financiera de Colombia; y CONASEV, ahora Superintendencia de Valores (Perú).

⁴ Vergara, Monica. *Presentación Desafíos Legales en Enlaces Transfronterizos. ACSDA lawyers workshop, en Santiago de Chile - 2011.*

⁵ *Idem.*

⁶ Especialmente importante frente al hecho que los fondos de pensiones de los tres países tienen unas tasas de crecimiento exponenciales y que sus oportunidades de inversión en renta variable local están limitadas por el bajo número de emisiones acciones en estos países.

⁷ Reporte de avance "MILA NEWS", Junio de 2013.

roso de conflictos de interés, han conducido a una tendencia global por exigir mayor eficiencia, transparencia y rendición de cuentas a todo tipo de organizaciones empresariales⁸.

De este modo, el gobierno corporativo se ha constituido como un elemento clave para facilitar la relación entre accionistas, directores⁹ y equipos de gerencia, que progresivamente debe conducir a una cultura organizacional de ética y sostenibilidad para la compañía.

A nivel del mercado de valores, el desarrollo del gobierno corporativo ha sido extenso, tanto a nivel regulatorio, académico y de requisitos de mercado¹⁰. Al ser el gobierno corporativo un concepto originalmente anglosajón¹¹, los principales desarrollos y recomendaciones de buenas prácticas han estado asociadas a resolver el problema de agencia que presenta la desalineación entre los accionistas y los administradores, es decir, que los administradores se comporten de forma oportunista, a favor suyo y en contravía de los accionistas. Tema que cobra mayor relevancia en modelos donde confluye una gran cantidad de accionistas (propiedad dispersa).

Sin embargo, la realidad de los mercados emergentes en términos de estructura de propiedad de las compañías, no es predominantemente dispersa, es común que incluso las empresas listadas en bolsa tengan un accionista de control de referencia. De tal forma que son bajas las probabilidades que los administradores autónomamente se comporten de manera oportunista¹² porque el accionista de control inmediatamente los alinearía. En este sentido, el desarrollo del gobierno corporativo en nuestro contexto requiere una mirada especial, alejada de un miope seguimiento de los modelos internacionales. En nuestro contexto, los principales desafíos están asociados a la protección de accionistas minoritarios y el fortalecimiento de los directorios para que agreguen valor sustentable a las compañías.

En el contexto de los países que componen el MILA la evolución del gobierno corporativo ha estado marcada por diferencias culturales y de marco institucional. Es así como a Chile se le reconoce por avances predominantemente regulatorios, y a Perú y Colombia por avances ligados a iniciativas de carácter público-privadas, donde han participado las bolsas de valores, los supervisores del mercado de valores, y gremios de empresarios e inversionistas. Sin embargo, el desarrollo de los tres países está en proceso de evolución y de encontrar, verdaderamente, donde están los aspectos en los que el gobierno corporativo aporta al mercado de valores desde una perspectiva macro¹³. En particular, el desarrollo de las juntas directivas y la conciencia sobre como agregan valor a las compañías, se está incrementando en los tres mercados.

La evolución individual por empresa ha sido más exitosa en la tarea de probar que el buen gobierno corporativo contribuye a una mejor relación entre las instancias de poder intra-empresarial, ge-

8 El gobierno corporativo no se ha restringido a compañías listadas en bolsa o instituciones financieras. En general hoy es perfectamente claro y aceptado mundialmente la importancia que tiene el buen gobierno corporativo para empresas de capital estatal, empresas familiares, instancias mutuales y grupos empresariales.

9 Directores en este texto es sinónimo de miembros de juntas directivas o directorios. Es decir miembros de consejos de administración, consejos directivos o cualquier instancia colegiada, sin participación directa y permanente en el management y que tenga responsabilidades y funciones formales otorgadas directamente por los accionistas para la dirección y monitoreo de la empresa.

10 Tanto a nivel de requisitos de listado que exigen las bolsas de valores a sus emisores -siendo posiblemente los más significativos los de BOVESPA - Brasil y New York Stock Exchange-, como los requerimientos de las comisiones de valores asociados con el gobierno corporativo en todo el mundo.

11 Asociado a mitigar los problemas que presentan empresas listadas con un gran número de accionistas, dispersos y con pocas posibilidades de coordinar sus acciones y ejercer control sobre la organización de la cual son dueños.

12 Al menos solo en función de los intereses de los administradores porque se presentan problemas de agencia donde pueden existir operaciones para expropiar el valor de los accionistas minoritarios o incluso de otros grupos de interés significativo, como acreedores de largo plazo o bonistas.

13 Esta afirmación está basada en la percepción del autor y en el reconocimiento que durante este año (2013), los tres países se encuentran reformulando sus códigos de buenas prácticas referencia. Código País (Colombia), Lineamientos Peruanos para el Buen Gobierno Corporativo (Perú) y un nuevo código de referencia de la Superintendencia de Valores de Chile – Norma de Carácter General 341 (Chile).

nera confianza en grupos de interés críticos y contribuye con buenas decisiones orientadas al largo plazo.

III. Un modelo armónico basado en una metodología común: “cumpla o explique”

La discusión de incrementar estándares de gobierno corporativo en el mercado de valores conlleva el gran debate sobre como balancear mayores estándares para atraer inversionistas con el incremento de requisitos que no disuadan la entrada de nuevos emisores. En general, el nivel de América Latina en términos de atracción a los mercados de capitales es relativamente bajo, habiendo existido una época dorada para Brasil durante el período 2006 - 2011 que estuvo asociada a unas condiciones muy especiales de valoración del mercado brasilero pero que al tiempo se encontró con un esfuerzo institucional importante con la creación del “Novo Mercado” y el listado segmentado con base en diferenciación de gobierno corporativo en BOVESPA¹⁴. Por otra parte, en el resto de América Latina las IPOs han sido relativamente escasas y el mercado se mueve tradicionalmente con la entrada de menos de una decena de emisores anualmente¹⁵.

Debido a la necesidad de balancear las cargas de gobierno corporativo a los emisores y la dificultad de contar con buenas prácticas perfectamente aplicables a todas las realidades de empresa, a nivel global ha ido ganando progresivamente seguidores el modelo de “cumpla o explique”. Este modelo se basa en dos premisas:

- (i) El gobierno corporativo no se puede homogenizar porque, al menos, depende de las siguientes realidades empresariales que, como es obvio, son diferentes para cada empresa: estructura de propiedad, tipo de industria y nivel de madurez empresarial.
- (ii) Los inversionistas, particularmente los institucionales expuestos a deberes de diligencia y lealtad frente a sus clientes, tienen la obligación de analizar en sus procesos de inversión el gobierno corporativo de las empresas donde invierten. De tal manera que terminarán premiando a las empresas con buenas prácticas y “castigando” las compañías con malas prácticas¹⁶.

Bajo el modelo “cumpla o explique” las compañías deben establecer el nivel de implementación de una serie de medidas o prácticas que previamente han sido seleccionadas por el sector empresarial y las entidades de regulación, como las más adecuadas para el contexto donde se desarrolla y que, generalmente, se sintetiza en un Código de Gobierno Corporativo de país. Para las prácticas que no se implementen, las empresas deben explicar las razones o circunstancias que llevan a su incumplimiento. Este modelo no exige la implementación de todas las medidas pero sí la revelación periódica de las medidas adoptadas en cada empresa.

La información sobre el cumplimiento de dichas medidas se obtiene de un formulario o encuesta sobre prácticas de gobierno corporativo, que debe ser enviado obligatoriamente por las empresas a las entidades de supervisión encargadas. En el caso chileno, si bien no existe un código marco de gobierno como en los demás países, la Norma de Carácter General N°341 establece las prácticas que deben revelar las empresas.

¹⁴ El “Novo Mercado” consiste en un segmento de empresas listadas destinado a la negociación de acciones emitidas por compañías que se comprometan, voluntariamente, con la adopción de prácticas de gobierno corporativo adicionales, en relación al que es exigido por la legislación.

¹⁵ Para los países que nos ocupa en este artículo, durante el período 2008 – 2012 el número de emisiones de acciones es el siguiente: Colombia - 20; Chile – 14; y Perú – 3. Cifras de la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB).

¹⁶ Esta argumentación teórica sin embargo se ha enfrentado a la realidad que la tasa de crecimiento de los portafolios de los inversionistas institucionales crece a una tasa muy superior al número de emisiones de acciones disponibles. Esta realidad genera que los inversionistas no tengan un “leverage de negociación” muy alto para exigir mejores prácticas.

El modelo “cumpla o explique” no estaría completo si estuviera conformado sólo por un marco o lineamientos de gobierno y el diligenciamiento de un formulario. El modelo cobra sentido cuando la información sobre las prácticas de gobierno corporativo: 1) se debe informar de forma obligatoria cada cierto tiempo, y 2) es revelada al público y a los inversionistas potenciales para que estos las consideren entre sus análisis.

De esta forma, la efectividad del modelo se sustenta en el funcionamiento simultáneo de tres pilares (ver gráfico 1), la ausencia de alguno de estos pilares supondría la ineffectividad en la búsqueda de implementar mejores prácticas mediante este esquema de autorregulación.

Gráfico 1: Pilares del Modelo “Cumpla o Explique”



Fuente: Autores.

IV. Un modelo armónico para economías similares y complementarias

Al dar una mirada al ambiente macroeconómico que viven los mercados de los tres países que actualmente conforman el MILA¹⁷, se percibe una situación favorable con economías de crecimientos moderadamente altos y estables, inflación baja y tasas de interés reducidas¹⁸. Pero más allá de eso, se pueden ver economías con elementos en común que plantean una senda de desarrollo compartida.

Por otro lado, tras más de dos años de funcionamiento, el MILA refleja una preferencia por los valores chilenos¹⁹ y una participación activa de las acciones más representativas de organizaciones que se han destacado por sus avances en gobierno corporativo en cada país.

Entre las empresas cuyas acciones más se transan en el MILA, se encuentran algunas como Ecopetrol en Colombia, o Ferreycorp y Graña y Montero en Perú, que han sido destacados por sus prácticas de gobierno corporativo²⁰. Este hecho refleja la importancia que tiene para la decisión de los inversionistas que las empresas sean visibles y generen confianza.

¹⁷ Si bien la entrada de México al MILA es un hecho, se encuentra a la espera del desarrollo en materia regulatoria que le permita entrar en firme hacia el primer semestre del 2014.

¹⁸ El promedio de crecimiento en los tres países en el último periodo se encuentra entre 4,4% y 5,6%; la inflación entre 2% y 2,8%; y las tasas de interés que van de 4,25% a 5% en promedio. (Datos tomados de Inteligo SAB, CorpResearch y Serfinco)

¹⁹ Los valores de Chile concentra el 69,9% del volumen transado a través del MILA a junio de 2013, le sigue las acciones de Colombia con el 20,5% y Perú con el restante 9,7% (datos tomados de MILA NEWS junio de 2013)

²⁰ Ferreycorp y Graña y Montero hacen parte de las empresas que conforman el Índice de Buen Gobierno Corporativo, caracterizadas por ser empresas líderes en la implementación de buenas prácticas de gobierno. Por su parte Ecopetrol ha sido reconocida en el Latin America's Relations Awards por sus procesos de relacionamiento con inversionistas y comunicación de gobierno corporativo.

Se destaca de igual forma la complementariedad de los tres mercados, que permite que a través de MILA los inversionistas puedan diversificar sus portafolios invirtiendo en empresas de sectores que no están presentes en sus mercados locales. En este sentido, para los inversionistas chilenos el mercado colombiano ofrece una interesante oportunidad en sectores como energía e industria, el peruano principalmente en el sector minería (p.ej.: Ecopetrol, Graña y Montero o Volcán), en tanto que el mercado chileno brinda a los inversionistas colombianos y peruanos presencia en el sector de retail y financiero (p.ej.: Falabella).

V. Un modelo armónico para países con elementos de Gobierno Corporativo en Evolución

• Elementos comunes y complementarios

Una revisión de los principales lineamientos regulatorios y autoregulatorios que rigen en los países que conforman el MILA permite visualizar numerables coincidencias en las prácticas de gobierno corporativo que se recomiendan aplicar en cada país, así como de aspectos claves en los que se pueden complementar entre sí para hacer más robusto y eficiente el funcionamiento del gobierno de las empresas de los tres mercados.

En este sentido, se destaca el consenso entre las buenas prácticas de dos áreas fundamentales para el gobierno corporativo: el funcionamiento del Directorio como principal órgano de direccionamiento de las compañías y los mecanismos para garantizar a las accionistas sus derechos.

Un punto a considerar dentro del análisis de las prácticas de gobierno corporativo establecidas en los países del MILA, es la deficiencia generalizada en cuanto a medidas para el manejo y resolución de conflictos²¹ y la prevalencia de pocos puntos en común en el área de Ambiente de Control.

Entre los principales temas en común se encuentran:

Tabla 1. Principales temas en común

Área	Práctica
Directorio	1. Proceso de inducción para miembros del directorio que ingresen por primera vez.
	2. Apoyo al directorio de asesores externos especialistas en materias contables, financieras y legales.
	3. Tamaño equilibrado del directorio.
	4. Provisión oportuna de información a directorio.
	5. Política para el nombramiento del directorio, que establezca el perfil de los miembros.
Accionistas/ Asamblea de Accionistas	1. Implementación de una oficina o punto de atención a los inversionistas y accionistas.
	2. Provisión de información clara y con suficiente anticipación a los accionistas sobre el perfil de los candidatos a conformar el directorio.
	3. Eliminación de asuntos genéricos o no definidos claramente (punto denominado "otros") en orden del día.
	4. Criterios para el tratamiento de las solicitudes de información por parte de los accionistas que garanticen el apropiado tratamiento de la información confidencial.
	5. Mecanismos de transmisión de las reuniones de la Asamblea de Accionistas.

²¹ En el Código País de Colombia se establece un apartado con solo dos medidas sobre la resolución de conflictos. Este tema no se aborda en los casos de Chile y Perú.

Área	Práctica
Ambiente de Control	1. Auditorías Externas independientes para una valoración objetiva de la situación financiera.
	2. Política o de un comité de directorio que establezca los mecanismos para el nombramiento y retribución de la alta gerencia.

Entre los temas dispuestos en los marcos de referencia locales que se identifican como importantes elementos de complementariedad para el MILA se encuentran:

Tabla 2. Principales temas complementarios

Área	Práctica
Directorio	1. Definición de los miembros independientes basada en prestigio profesional, reputación, y no vinculación con la propiedad o a la dirección de la empresa.
	2. Separación de los cargos de Presidente del directorio y Presidente Ejecutivo.
	3. Reglamento que formalice el funcionamiento del directorio y las responsabilidades de sus miembros.
	4. Conformación de un órgano de apoyo al directorio en el tratamiento de los temas de auditoría financiera y de riesgos.
	5. Evaluación anual del desempeño del directorio.
Ambiente de Control	1. Auditoría Interna que guarde relación de independencia profesional
	2. Políticas y procedimientos formales para la administración de sus riesgos.
	3. Mecanismos de denuncia anónima – “Whistleblowing”.
	4. Mecanismos de comunicación con stakeholders, como página web.

● Implementación de prácticas de gobierno corporativo

A continuación se presenta un breve análisis comparativo de datos estadísticos de la aplicación de prácticas de gobierno corporativo en los tres mercados que integran el MILA. Si bien, es pertinente hacer la aclaración que los benchmarks en materia de gobierno corporativo deben analizarse con prevención, en la medida que la mayor parte de buenas prácticas no pueden llegarse a cuantificar ya que dependen de factores humanos y niveles de cultura empresarial, por lo cual desde la perspectiva macro del gobierno corporativo ha resultado complejo comunicar estadísticamente los aportes de gobierno corporativo.

Una forma de obtener conocimiento sobre la situación del gobierno corporativo en cada uno de los mercados, es analizar la información revelada por las empresas en las encuestas que se realizan sobre la aplicación de prácticas recomendadas de gobierno corporativo. En este sentido, se presenta a continuación un análisis agregado de las prácticas a la luz de los resultados de dichas encuestas²².

- Nivel de cumplimiento global:

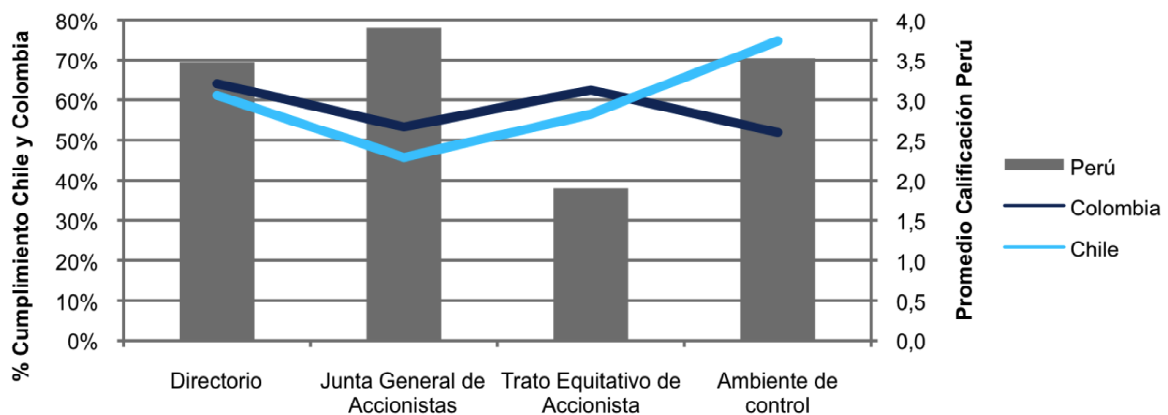
Si bien no es posible realizar una comparación plena entre las prácticas que se miden en cada país dado que cada uno establece un marco guía distinto, si se puede dar una mirada global al

²² Se tomó en consideración la información pública agregada más reciente para cada país. En Colombia se contó con información del año 2011, en Perú datos del 2010 y en Chile de 2013.

nivel de implementación de las prácticas de gobierno corporativo dentro de cada contexto. En este sentido, los principales resultados son los siguientes:

- **Colombia:** Se evidencia una adopción del 61,1% de las medidas recomendadas en el Código País, encontrándose todas las áreas por encima del 50% de implementación. El área más significativa es la correspondiente a la adopción de medidas de funcionamiento de la junta directiva con 64,1% y la de menor implementación corresponde al funcionamiento de la Asamblea General de Accionistas con 53,4%.
- **Perú:** A diferencia de los demás países, no se presenta el porcentaje de implementación sino el promedio de la calificación (de uno a cuatro) sobre el nivel percibido de adopción de cada práctica. En este contexto, los resultados muestran que, a nivel general, el promedio de calificación de todas las prácticas se situó en el 2010 en 3,4 (85% de la calificación total²³) evidenciando un nivel de implementación alto. A diferencia de Colombia, el área mejor calificada en Perú se relaciona con las prácticas de buen gobierno de la Asamblea de Accionistas, no obstante, algunas prácticas relacionadas con el trato equitativo de accionistas²⁴ son las menos implementadas con un promedio de calificación cercano a 2 puntos (50% de implementación).
- **Chile:** quizás porque es el primer ejercicio de autoevaluación que realiza en cuanto a gobierno corporativo, se encuentra un nivel de cumplimiento relativamente bajo frente a los demás países. Con un porcentaje global de implementación del 56,3% de las prácticas, el área de mayor ejecución se relaciona con el mantenimiento de un adecuado ambiente de control con un promedio de 64%, mientras que, al igual que en Colombia, el ámbito relacionado con el funcionamiento de la Junta General de Accionistas, con un 46%, es el que menor reporta cumplimiento.

Gráfico 1. Nivel de cumplimiento de prácticas de gobierno corporativo en países del MILA



Fuente: Autores con base en información de la Superfinanciera de Colombia, SVS de Chile y la SMV de Perú.

VI. Una propuesta de régimen común de Gobierno Corporativo

El MILA es una excelente iniciativa y una acción concreta, en este mundo de lugares comunes, para profundizar la globalización. Sin embargo, y como la mayor parte de las buenas ideas el desarrollo real de una iniciativa como esta, que involucra actores locales e internacionales de diversa índole incluyendo inversionistas, analistas, entidades de infraestructura del mercado, emisores,

²³ Este cálculo se obtiene al dividir 3,4 entre 4, que es el máximo puntaje posible. Si bien no se puede decir que un 85% de las prácticas fueron cumplidas, con base en el nivel de implementación, este porcentaje se puede interpretar como las prácticas fueron cumplidas en un nivel del 85%.

²⁴ Las prácticas que se evalúan en esta área son 1) la oportunidad de los accionistas sin derecho a canjearlos por acciones ordinarias, y 2) Número adecuado de miembros independientes en el directorio que tomen en consideración a los accionistas carentes de control.

supervisores y hasta políticos, requiere la coincidencia de entendimientos y voluntades por desarrollar un proyecto común. En este sentido, en la actualidad se escuchan voces escépticas de los totales de volumen negociado, desconociendo el verdadero resultado: reflexionar sobre las fortalezas y complementariedades que tres economías vecinas proveen y la importancia que tiene este desarrollo, para una estrategia global de sus sistemas empresariales.

Es por ello que seguimos creyendo que el MILA es un espacio donde circunstancias económicas y políticas confluyen para generar un mercado de valores integrado con mayor masa crítica para atraer jugadores de los dos lados (inversionistas y emisores); y que resulta un paso fundamental para la integración regional, no desde los acuerdos políticos, sino de la realidad de los negocios. Por lo cual, desde la plataforma que nos corresponde vemos como un paso obvio y natural que el proceso de integración se complemente con un Código de referencia regional que le permita a los emisores medirse contra un rasero común y a los inversionistas premiar las compañías que mejor respeten sus derechos y que están dispuestos a proveer mejor condiciones para el éxito empresarial sustentable. Posiblemente con un alto grado de positivismo, inocencia y hasta sencillez, este modelo de gobierno corporativo integrado es un paso que puede contribuir a que los tres países puedan definir altos estándares²⁵ de gobernabilidad.

Bibliografía

1. BLUME, D. y DI MICELI, A. (2013): "Trends and factor impacting on Latin American equity market development". Latin American Corporate Governance Roundtable. OECD. Páginas 51.
2. VERGARA, M. (2011): "Desafíos Legales en Enlaces Transfronterizos". ACSDA Lawyers Workshop. Santiago de Chile.
3. SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES. (2011) "Informe grado de cumplimiento de los principios de Buen Gobierno Corporativo durante el ejercicio económico 2010". Lima.
4. COLOMA, F. (2013). "Presentación en el marco del Seminario Gobiernos Corporativos - Resultados NCG 341". Recuperado el 16 de agosto de 2013 en la página web: http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/seminarios_year.php
5. INTELIGO SAB, CORPRESEARCH Y SERFINCO. (2013). "Informe sobre el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)". Agosto de 2013. Recuperado el 16 de Agosto de 2013 de: <http://www.inteligosab.com/mercado-al-dia/analisis-y-estudios-economicos.html>.
6. SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS DE CHILE, Norma de Carácter General N° 341.
7. GOVERNANCE CONSULTANTS S.A. (2013). App móvil - Guía de Directores. Disponible en www.governanceconsultants.com
8. MERCADO INTEGRADO LATINOAMERICANO - MILA (2013). Disponible en www.mercadomila.com

25 No porque el proceso de negociación sea fácil sino porque se puede tomar las prácticas más altas y exigentes de los tres modelos actuales, y el proceso de "cumpla o explique" no generaría mayores traumatismos para los emisores, esto en el sentido que todas las prácticas son voluntarias de adoptar y existen espacios para comunicar a los inversionistas y reguladores las razones que sustentan la no-implementación de una práctica particular. Este modelo incluso facilitaría el proceso de negociación interna de los países donde actores en los tres países, con agendas propias, han entorpecido iniciativas para que existan prácticas más globales y que atraigan la confianza de inversionistas internacionales.