

# MEDIDAS ANTICORRUPCIÓN Y NEGOCIOS: UNA RELACIÓN QUE CREA VALOR

---

## **JUAN CRISTÓBAL PORTALES ECHEVERRIA**

Director Magíster Comunicación Estratégica en Universidad Adolfo Ibáñez  
Doctor Comunicación Política, Universidad Complutense de Madrid  
Master of Science (MSc) Political Communication, London School of  
Economics and Political Science.  
Correo electrónico: [juan.portales@uai.cl](mailto:juan.portales@uai.cl)

---

## **MATÍAS BRAUN LLONA**

Profesor Titular Escuela de Negocios Universidad Adolfo Ibáñez  
Doctor en Economía, Universidad de Harvard  
Correo electrónico: [matias.braun@uai.cl](mailto:matias.braun@uai.cl)

---

## **BENJAMÍN BRAVO GUZMÁN**

Asistente de Investigación  
Escuela de Negocios UAI

---

## **RENÉ CANOVAS KOCKSCH**

Profesor Universidad Adolfo Ibáñez  
Master en Corporate Communications New York University

---



---

### Resumen

En un escenario de crecientes escándalos financieros y descrédito institucional, la adopción de medidas anti-corrupción y pro-transparencia, se ha instalado como un elemento relevante a la hora de diseñar estrategias de negocio y comunicación que permitan mantener o mejorar la reputación corporativa. El artículo, desarrolla un análisis novedoso en Chile, sobre la relación entre las políticas y prácticas corporativas anticorrupción de las empresas y la generación de Valor Económico Agregado. Para ello, se toman los indicadores disponibles a la fecha, esto es, el Índice de Transparencia Empresarial de Chile Transparente y el índice de generación de valor agregado. Los resultados indican que aquellas compañías con mayor reportabilidad de programas o acciones tendientes a prevenir prácticas corruptas logran un mayor Valor Económico Agregado.

*Palabras Claves: Transparencia, Corrupción, Valor Económico Agregado (EVA), Comunicación Estratégica, Reputación.*

---

### Abstract

*In a context of financial scandals and institutional disbelief, the adoption of anti-corruption and transparency standards, has become a relevant element in the design of business and communication strategies in order to maintain or improve corporate reputation. This paper develops a new analysis in Chile to explore the relationship between corporate transparency policies and practices and Economic Added Value (EVA), using available data from the Corporate Transparency Index from Chile Transparente and the Added Value Index. Results show that companies with higher reportability of transparency and anti-corruption practices achieve higher economic added value.*

*Key words: Transparency, Corruption, EVA, Strategic Communication, Reputation.*

---



## LA TRANSPARENCIA COMO INTANGIBLE QUE AGREGA VALOR ECONÓMICO A LA EMPRESA

Los recientes escándalos que golpean a una parte de la élite chilena relacionados con acciones de financiamiento ilegal de la política, cohecho, investigaciones por lavado de activos, colusión, o repactaciones unilaterales de contratos y condiciones financieras, no sólo han contribuido a erosionar la credibilidad pública en nuestras instituciones empresariales y políticas. También han ayudado a visibilizar un conjunto de prácticas poco transparentes, ilegales o con graves perjuicios para el ecosistema político, social y empresarial, que presentan ciertos denominadores comunes:

Primero, están radicadas en una concepción poco estratégica de ciudadanía y públicos objetivos. Olvidan que hoy todos ellos operan con un alto nivel de criticismo, son demandantes, informados, y deben ser convencidos y fidelizados con un sentido de largo plazo, a través de una oferta de calidad y una comunicación permanente, de dos vías, lo más simétrica y coherente posible. Un estudio realizado en Estados Unidos entre los años 2003 y 2013 mostró una pérdida de confianza de la ciudadanía de manera transversal a empresas de 19 distintos rubros, incluidos supermercados (-10), hospitales (-6), compañías eléctricas (-6), bancos (-17), aerolíneas (-9), aseguradoras (-2), farmacéuticas (-3), entre otras. (Harris Poll, 2013)

Segundo, entienden la comunicación como un elemento dissociado de la definición de negocio, como un conjunto de herramientas

de relaciones públicas y marketing funcionales y que en algunos casos quedan a disposición del engaño, la obstrucción y en oposición a la construcción de una marca y reputación sólidas. Así, las compañías obvian el concepto de comunicación estratégica, definido como la comunicación alineada con la estrategia global de la compañía, con el objetivo de mejorar su posición estratégica. De esta forma, para lograr una verdadera integración entre estrategia de negocios y comunicación, las empresas deben poner la función comunicacional en un lugar crítico dentro de la organización. (*Argenti et al, 2015*)

Tercero, olvidan que la reputación, como finalidad última de una comunicación estratégica, es la suma de imágenes que tienen distintos actores respecto de las acciones pasadas y futuras esperadas de una organización (Fombrun, 1996), y que tiene como prerequisites la legitimidad y la transparencia. Otros autores, como Doorley y García (2011) incluso agregan un componente de desempeño a la ecuación, señalando que la reputación se traduce en la suma de las performance comercial-financiera, ética-conductual y comunicacional desarrolladas por una empresa o individuo en el tiempo, lo que demuestra que se trata de un capital acumulativo, que sólo puede ser trabajado tomando en cuenta estas tres variables. En un ambiente de crecientes riesgos reputacionales, el descuido en la gestión reputacional, manifestado en la cantidad de recursos que a ello se destina comparado con otras actividades de la empresa, llevará a un inevitable aumento en las crisis que afecten la valoración de la compañía en el mediano y largo plazo. (Diermeier, 2011)

Por lo tanto, los elementos de carácter intangible que construyen un capital reputacional, pueden representar hasta el 70% de la capitalización bursátil de una compañía (Alloza, et al, 2013). Son la base del valor de las empresas, ya que los resultados financieros y la rentabilidad responden cada vez más a este tipo de intercambios (ideas, información, conocimiento y servicios) y ya no al control de recursos físicos y tangibles. En la construcción de una marca y reputación de largo plazo, la transparencia con que actúan interna y externamente las organizaciones pasa a ser esencial en este nuevo escenario globalizado, especialmente luego de la crisis económica del año 2008. La transparencia, sobre todo en materia de medidas anti-corrupción que ayuden a prevenir actuaciones delictivas o poco éticas, figura entonces como una fuente de posicionamiento en el mercado global ante los inversores y la sociedad civil y ayuda de esta forma a la toma de decisiones de los primeros y al accountability social de los últimos (Alloza, et al, 2013; Transparency International— Chile Transparente, 2014).

Por ello es importante para las empresas ser cuidadosas en el apartado de transparencia y en la adopción de medidas anti-corrupción, no sólo por el riesgo asociado de obtener una mala valoración-reputación en el tiempo. También porque puede afectar su capacidad para generar Valor Económico Agregado (EVA por su sigla en inglés, de Economic Value Added) y la sostenibilidad de un negocio en el largo plazo. Esta es una medida de creación de valor, que compara la rentabilidad obtenida por una empresa en relación al nivel de riesgo que se estaba corriendo al invertir (una compañía podría

perfectamente mostrar números azules y repartir dividendos, pero al mismo tiempo destruir valor al obtener rendimientos de inversión por debajo de su costo de capital) (García-Serna 2009).

Para clarificar de mejor manera lo que damos a entender como valor agregado, dispondremos de un ejemplo. Cuando una persona invierte en un activo determinado, le pide cierta rentabilidad. Si invierte en activos sin riesgo, exigirá la tasa libre de riesgo, para este caso suponga un 9%. Si invierte en activos con riesgo, por ejemplo, acciones de una empresa, exigirá una prima de riesgo por encima de la tasa libre de riesgo, dependiendo del riesgo concreto de la empresa en particular, por ejemplo un 4%. Así pues, la rentabilidad que exigirá por la compra de las acciones sería de un 13%. Es decir, si invierte \$100 exigirá \$113 al cabo de un año. Si la empresa invierte ese dinero en proyectos que han generado al finalizar el año \$113, no ha creado ningún valor por encima de lo esperado y exigido. Si la empresa consigue \$116, entonces la empresa ha creado \$3 de valor por encima del exigido por el inversor(es decir, un EVA del 3%). Si consigue \$110 entonces ha dado al accionista \$3 pesos menos de lo que exigía y ha destruido valor para el accionista, ya que este habría podido conseguir los mismos \$110 invirtiendo en un activo diferente con un riesgo menor (es decir, dado el riesgo que ha corrido, debería haber obtenido, para compensarlo, \$113). Dicho de otra manera, para que una empresa resulte atractiva a los posibles inversionistas de ella, ha de ofrecer una rentabilidad por encima de la que ofrecerían empresas con un riesgo comparable.

Como se muestra en el ejemplo anterior, a lo largo del estudio, se utilizará al indicador EVA como medida porcentual (es decir, medida en porcentaje del valor agregado). Existe evidencia de una correlación positiva entre indicadores de gobierno corporativo y la adopción de prácticas y estructuras por los controladores y directivos dirigidas a desarrollar un mayor *accountability* interno y de las acciones de la empresa, y la valoración de las firmas (por ejemplo, Aggarwal et al. 2006). Y, más específicamente, del impacto entre la calidad de la información entregada e indicadores de valor.

Los mecanismos por los cuales la transparencia organizacional y la divulgación de programas y acciones anti-corrupción afecta el valor de una compañía, se ha investigado menos. Sin embargo, progresivamente comienza a emerger evidencia al respecto. Por ejemplo, Lang, Lins y Maffett (2011) muestran que existe una relación entre transparencia corporativa, liquidez y valor agregado económico. Otros estudios parecen no coincidir con patrones y efectos tan claros. Ellul *et al* (2015) postulan que existe un *trade-off* entre los efectos positivos en la capacidad de levantar financiamiento externo y los potenciales mayores impuestos producto de una mayor facilidad de fiscalización (dado que las autoridades monetarias al igual que los inversionistas se benefician de una mayor transparencia). Otros como Gu y Hackbarth (2013), argumentan que el impacto de un aumento en la transparencia de la compañía sobre el rendimiento de las acciones de ésta es un tanto ambiguo.

Como se ve, el asunto está lejos de ser un caso cerrado. Pero quizás la diferencia de

resultados en relación a los efectos de una mayor transparencia sobre la generación de valor para una empresa, guarda relación con que tradicionalmente, la transparencia se ha medido indirectamente. Por ejemplo, se ha utilizado la magnitud del manejo de resultados a nivel de firmas, la calidad de los auditores, la adopción de estándares internacionales de contabilidad y el seguimiento por parte de analistas. No obstante, rara vez se utilizan indicadores directos de transparencia como es el caso de este estudio. La razón es simplemente que dichas mediciones cuantitativas directas no se encuentran disponibles para una gran cantidad de firmas, sobre todo cuando se trata de medir la reportabilidad sobre sus actividades en sociedades o compañías relacionadas, subsidiarias o que operan en localidades o países distintos a su ciudad o país de origen.

Al mismo tiempo, el establecer una relación causal entre transparencia y valor agregado económico se dificulta porque las firmas son, en parte importante, las que deciden su nivel de transparencia, ya sea en materia de divulgación de programas y prácticas anticorrupción, difusión de operaciones y actividades en empresas subsidiarias o a nivel global. Nuestro caso no es la excepción. Pero sí es importante destacar que, cuando la información corporativa actual disponible en materia de transparencia se complementa con estudios, mediciones y resultados anteriores y a través de varios países, es posible encontrar una relación robusta entre transparencia y EVA y establecer al menos, que parte del efecto podría ser causal y escalable a nivel global.

## EVIDENCIA Y ESCENARIO INTERNACIONAL

Son muchos los casos de malas prácticas empresariales que además de generar costos reputacionales, han significado una merma financiera de proporciones para las organizaciones involucradas: Perrier (contaminación de agua mineral con benceno –costo de US\$263 millones–); Exxon Valdez (derrame de petróleo en las costas de Alaska –pérdidas por US\$13 billones–); La Polar (repactaciones de deuda unilaterales sin el consentimiento de los clientes –costo de US\$892 millones informados a julio de 2011; y otros US\$250 millones en pérdidas para las AFP–); Barrick Gold y su proyecto Pascua Lama (posterga inicio de producción hasta el 2015 por incumplimiento de la normativa ambiental del plan de protección de aguas –multa de US\$ 16.5 millones que se suma a una inversión realizada de US\$8.500 millones–); Sociedades Cascada (US\$300 millones en pérdidas para sociedades involucradas por pago de sobreprecios; US\$44 millones en pérdidas aprox. para las AFP); Agrosuper (US\$ 25,4 millones de multa por integrar cartel que controlaba cuotas de producción de la industria de pollos; y pérdidas de US\$429 millones por cierre de planta Freirina ante resolución de Comité de Ministros que la obligaba a reducir niveles de producción de cerdo y exigía inversiones adicionales para mitigación de malos olores); CMPC por caso colusión con SCA

(pérdida de valor de mercado por US\$ 720 millones y perjuicios de US\$ 510 millones para consumidores); BTG Pactual y arresto de su fundador por asociación a casos de corrupción en Petrobras (pérdida de valor en bolsa de acciones de 49% a nivel global e impacto en operaciones en Chile)<sup>1</sup>.

En parte quizás por esta prolífica evidencia es que en 2013, la OCDE, la UNODC y el Banco Mundial desarrollaron un manual sobre Ética Anticorrupción y Elementos de Cumplimiento para Empresas, que reconoce el papel integral que desempeña el sector privado en la lucha contra la corrupción y establece un sistema de evaluación de riesgos como el primer paso que toda empresa debe tomar en la lucha contra la corrupción interna. Al mismo tiempo, enumera doce pasos para la implementación de una ética anticorrupción y un programa de cumplimiento dentro de una empresa:

- Apoyo y compromiso de la alta gerencia en la prevención de la corrupción
- Desarrollo de un programa de lucha contra la corrupción
- Vigilancia del programa
- Una política clara, visible y accesible que prohíba la corrupción
- Políticas detalladas para áreas de riesgo específicas
- Aplicación del programa anticorrupción a los socios del negocio
- Controles internos y registro

<sup>1</sup> El impacto económico para las empresas internacionales fue obtenido de un estudio realizado por Lesley Muir (2008). Para el caso de las empresas nacionales involucradas, los datos se obtienen de multas asociadas aplicadas, dependiendo del caso, por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC), la Superintendencia de Medio Ambiente (SMA), Informe de Santander Global Corporate Banking (GCB), Informe de Corporación Nacional de Consumidores y Usuarios (Conadecus), e informadas en diversos medios de prensa locales.



- Comunicación y entrenamiento
- Promoción y motivación del comportamiento ético y el cumplimiento
- Detección y denuncia de violaciones
- Manejo de las violaciones
- Revisiones y evaluaciones periódicas del programa anticorrupción

Por su parte, Transparencia Internacional España (2015) también elaboró una guía con principios de transparencia y prevención de la corrupción para las empresas, incluyendo acciones como: cumplimiento de buen Gobierno Corporativo, implementación de un código ético y programas de cumplimiento normativo, apertura en la información pública de la retribución de los directivos y administradores de las empresas, y cumplimiento de las obligaciones fiscales, entre otras medidas.

Medidas similares son detalladas en el "Manual para Crear un Programa Anticorrupción Sólido" confeccionado por la consultora Ernst & Young (2011), que identifica siete pasos para evaluar y atender los riesgos de corrupción de las empresas.

En Chile no se ha establecido una relación entre Valor Económico Agregado (EVA) y, específicamente, transparencia corporativa sobre todo en el apartado que interesa en esta investigación: la divulgación de programas y acciones anti-corrupción tendientes a evitar el tipo de escándalos financieros y políticos que más impacto tiene hoy en día sobre reputación de empresas y empresariado chileno. Quizás el gran avance en este materia sea un estudio reciente (Portales y Braun, 2015), donde se explora esta relación pero a escala local. Esta primera aproximación

revela que las empresas que obtienen la peor evaluación en el Índice de Transparencia 2014 de Chile Transparente (TRAC 2014) que considera la divulgación de información sobre programas anticorrupción (bajo 5,0 en una escala de 0-10), registran de forma agregada (no individualmente) un EVA negativo durante 2014 (-21,2%). Por contrapartida, las compañías que mejor puntuaron en dicho indicador (sobre 5), coinciden también con aquellas que de acuerdo a estudio de Santander GBM, destacaron en el top de creación de valor durante el año pasado (EVA agregado de 3,7%).

Sin embargo, los resultados del anterior estudio, al ser de carácter exploratorio y sustentados en una base muestral pequeña y circunscrita a la realidad chilena, requerían de una constatación más profunda y que contrastara evidencia local e internacional en materia de una relación transparencia en la divulgación de programas y acciones anti-corrupción y EVA. Aquí se intenta validar dichos hallazgos en una muestra amplia de compañías en distintos países.

## METODOLOGÍA

Para esta investigación se utilizaron datos disponibles de dos fuentes. La primera de ellas es una serie de informes de Chile Transparente y Transparency International titulados *Transparency in Reporting on Anti-Corruption (TRAC)*. Específicamente: el TRAC 2014 de Transparency International que da a conocer el nivel de transparencia en materia de *divulgación de programas anti-corrupción*, de las 124 empresas más grandes que cotizan en bolsa a nivel global;

el TRAC 2013 de esta misma organización que a través de mismo índice señala el nivel de transparencia de las 100 principales empresas multinacionales de mercados emergentes valoradas como rivales globales; los TRAC 2014 y 2015 de Chile Transparente como capítulo chileno de Transparency International. Para ambas mediciones en Chile se consideró una muestra común de las 21 empresas chilenas multinacionales de mayor tamaño listadas en la Bolsa de Comercio de Santiago (IPSA), cuyo EVA es susceptible de ser medido a través de plataforma Bloomberg. Se determinó un promedio entre los índices obtenidos por cada empresa en ambos años, para así tener una única muestra significativa.

A partir de todos estos informes, se obtuvo una muestra de 191 empresas respecto de su *índice de transparencia en la divulgación de programas anti-corrupción (Anexo 1)*.

Para realizar la evaluación de esta dimensión, tanto Transparency International como Chile Transparente utilizaron un cuestionario pre establecido por Transparencia Internacional (Chile Transparente, 2014) de trece preguntas, cada una de ellas valorada en una escala de 0 a 10 (donde 0 es la nota más baja, implica 0% de cumplimiento, y 10 la mayor, implica 100% de cumplimiento), según el tipo de información disponible en sus sitios web. Luego, la institución realiza una revisión de los sitios web de cada empresa en busca de las publicaciones que permitan dar respuesta al cuestionario. Una vez realizado este estudio, las empresas tienen la alternativa de revisar o verificar los datos obtenidos por la institución. Pasada esta revisión, los datos son sistematizados y analizados

internamente. Los resultados obtenidos de ese proceso son los que se encuentran disponibles en los reportes ya señalados y se utilizaron para establecer una correlación entre el nivel de *transparencia en la divulgación de programas anti-corrupción* y EVA.

Se utilizó sólo esta dimensión de los Índices de Transparencia de Chile Transparente y Transparency International por cuanto es la única dirigida a medir la reportabilidad de las empresas de programas, códigos de conducta, estructura orgánica, canales de comunicación o medidas autorregulatorias tendientes a prevenir una serie de prácticas corruptas y escándalos de corrupción que hoy más afectan la imagen, reputación, capacidad de generación de valor agregado y sostenibilidad financiera de varias compañías locales y globales.

Por otra parte, se hizo hincapié en esta dimensión y no en las otras dos dimensiones contenidas en el Índice (*Transparencia Organizacional*, que mide la transparencia en información sobre filiales consolidadas como no consolidadas de cada una de las empresas; y *Reporte País por País*, que mide la reportabilidad de las operaciones de las empresas en otros países o a nivel global), por que tal como se desprende de evidencia como la contenida en mismo informe *Transparencia en la información difundida por las empresas (Transparency in Corporate Reporting)*, de Transparency International de 2014, tanto a nivel local como global, aún no se generan los incentivos político-regulatorios como para que las empresas den a conocer no sólo información de sus filiales consolidadas, sino también de aquellas no consolidadas,

además de su participación y operaciones pormenorizadas en filiales y empresas relacionadas a nivel internacional. Por lo tanto, el nivel de reportabilidad existente y sensibilización respecto a la importancia de dicha información aún es muy precaria. De hecho, las compañías más importantes del mundo, cuyo valor de mercado combinado supera los US\$ 14 trillones, aportan datos financieros mínimos o nulos sobre las operaciones que desarrollan fuera de su país de origen. Si bien las empresas con operaciones globales del Reino Unido muestran el mejor desempeño, las empresas europeas, norteamericanas y sobre todo chinas, principalmente asociadas a actividades extractivas (petróleo, gas y minería), muestran escasos reportes de sus operaciones y estados financieros país por país.

Recién en 2015 comenzaron a operar un conjunto de normas sobre transparencia en la UE que exigen a sus empresas extractivas globales, entre otras cosas, la información de pagos (como impuestos gubernamentales), desglosados por país y por proyecto. En los Estados Unidos, en tanto, si bien desde 2010 el artículo 1504 de la Ley Dodd-Frank prevé medidas similares, su implementación y aplicación por compañías norteamericanas globales ha sido frenada a raíz de una demanda interpuesta por un grupo de lobby petrolero. Por lo tanto, las respectivas normativas que se aplican a grandes empresas constituidas en la UE, y a empresas que cotizan en las bolsas de valores de la UE o los EE.UU, tienen sus limitaciones en una

práctica de lobby intensivo en su contra, o en una entrada en vigencia de un conjunto de cuerpos normativos muy reciente.

La segunda fuente utilizada en este estudio a correlacionar con Índice de Transparencia reseñado, se refiere entonces al índice EVA (economic value added index en inglés) construido por Bloomberg. El proceso metodológico para calcular el EVA fue el siguiente: se determinó el EVA<sup>2</sup> de Bloomberg definido a partir de su Nopat y Capital Charge:

- El Nopat se define como la utilidad que una compañía podría tener si no se ha endeudado o no ha invertido en activos no operativos. Excluye los efectos de las decisiones financieras, por lo que es una mejor medida del rendimiento operativo que la utilidad neta.
- Por otro lado, el Capital Charge se define como el producto entre WACC% y el Total Invested Capital (total de activos invertido). El WACC (weighted-average cost of capital) representa el retorno mínimo que una compañía debiera ganar sobre los activos existentes para satisfacer a los acreedores financieros, dueños y otros proveedores de capital. Y por su parte el total de activo invertido (Total Invested Capital) es una medida del capital económico que proviene de diferentes recursos financieros que están comprometidos para financiar la operación de la compañía.

<sup>2</sup> El EVA se determinó como el promedio de los últimos 4 años de este indicador, es decir, se tomó como muestra desde el año 2012 hasta el año 2015.

Se utilizaron controles tradicionales como el Leverage, caja y logaritmo de activos (LNASSETS), basándose en la publicación de Lang, Lins y Maffett, (2011). En esta se demuestra que existe una relación entre liquidez y costo de capital, con la medida de valor que ellos consideran que es la Q te Tobin. En el presente estudio, las variables independientes fueron seleccionadas para explicar el EVA, ya que como se mencionó anteriormente, el valor agregado económico, viene dado por el Nopat y el Capital Charge.

Se seleccionó el indicador Leverage, ya que este mide el nivel de endeudamiento de una empresa, lo cual se encuentra relacionado con el Nopat, que es la utilidad cuando no existe endeudamiento. Es decir, a un Leverage más grande, el Nopat va a ser cada vez más pequeño.

Para el caso de *capital charge*, se seleccionó las variables Logaritmo de activos, para explicar el total de activos invertidos (Total Invested Capital) y Caja, para explicar el rendimiento mínimo que debe tener una inversión, es decir el WACC%.

Con esto en consideración, se procedió a contrastar el Índice de Transparencia de Chile Transparente y Transparency International en su dimensión de *transparencia en la divulgación de programas anti-corrupción (dimensión 1)*, con el índice EVA para verificar su grado de correlación a un nivel estadísticamente significativo, es decir, explicar su alza o baja a partir de regresiones estadísticas.

## RESULTADOS

Al analizar los valores promedio del Índice de *divulgación de programas anti-corrupción (dimensión 1)*, se puede ver que éste está muy por sobre la media de las otras dimensiones consideradas en Índice de Transparencia general. Si el valor promedio de la *dimensión 1* es de 6.02, en el caso de la *dimensión 2* el valor promedio es de 4.75, en tanto la *dimensión 3* llega a un valor promedio de 1.06. Los valores entregados hacen relación al promedio entre las Grandes Empresas, las Multinacionales y las Empresas IPSA con respecto a los índices en cuestión.

La evidencia empírica muestra también que aquellas empresas que peor reportan en *divulgación de programas anticorrupción y EVA* (coherente con Informe *Transparencia en la información difundida por las empresas (Transparency in Corporate Reporting)*, de Transparency International de 2014), son en su mayoría empresas chinas asociadas a actividades extractivas (petróleo, gas y minería). Por el contrario, aquellas compañías que mejor EVA y *dimensión 1* reportan, son aquellas tecnológicas y dirigidas al desarrollo de innovación científica.

**TABLA N° 1. TOP 10 EMPRESAS (DIMENSIÓN 1 MAYOR A 5 Y EVA POSITIVO)**

LUGAR	EMPRESA	PAÍS	DESCRIPCIÓN	DIMENSIÓN 1	EVA
1	NOVO - NORDISK - ADR	Dinamarca	Empresa Grande	8,1	52,91
2	PHILIP MORRIS INC	USA	Empresa Grande	9,2	26,49
3	GILEAD SCIENCES	USA	Empresa Grande	5,4	23,91
4	TATA CONSULTANCY	India	Multinacional	8,5	23,02
5	HOME DEPOT	USA	Empresa Grande	8,8	19,11
6	APPLE	USA	Empresa Grande	6,5	18,08
7	GLAXOSMITHKL - ADR	Reino Unido	Empresa Grande	9,6	12,46
8	MC DONALDS	USA	Empresa Grande	8,5	11,78
9	MICROSOFT	USA	Empresa Grande	9,2	11,49
10	IBM	USA	Empresa Grande	6,9	11,33

**TABLA N° 2. PEORES 10 EMPRESAS (DIMENSIÓN 1 MENOR A 5 Y EVA NEGATIVO)**

LUGAR	EMPRESA	PAÍS	DESCRIPCIÓN	DIMENSIÓN 1	EVA
1	LDK SOLAR CO - ADR	China	Multinacional	1,2	-35,19
2	SUNTECH POWE – ADR	China	Multinacional	4,2	-21,93
3	CROMPTON GREAVES	India	Multinacional	2,3	-11,16
4	COTEMINAS PREF	Brasil	Multinacional	0,8	-10,81
5	ANSHAN IRON & STEEL	China	Multinacional	3,8	-9,90
6	CHINA SHIPPING	China	Multinacional	1,5	-9,45
7	CHINA NATL OFFSHORE	China	Multinacional	2,3	-9,45
8	ALUMINUM COR – ADR	China	Multinacional	1,9	-9,41
9	CHINA SHIPBUILD	China	Multinacional	0,4	-8,64
10	ZHEJIANG GEELY	China	Multinacional	1,9	-8,60

Si se considera a las empresas chilenas listadas en el IPSA que están en nuestra muestra, es posible ver que las compañías que

aparecen con mejores niveles de *divulgación de programas y acciones anticorrupción*, generan mayor EVA.

**TABLA N° 3. TOP 3 EMPRESAS IPSA (DIMENSIÓN 1 MAYOR A 5 Y EVA+)**

LUGAR	EMPRESA	PAÍS	DESCRIPCIÓN	DIMENSIÓN 1	EVA
1	BANMEDICA	Chile	IPSA	8,1	4,81
2	ENERSIS	Chile	IPSA	9,2	4,13
3	ANDINA	Chile	IPSA	8,6	3,32

**TABLA N° 4. PEORES 3 EMPRESAS IPSA (DIMENSIÓN 1 MENOR A 5 Y EVA-)<sup>3</sup>**

LUGAR	EMPRESA	PAÍS	DESCRIPCIÓN	DIMENSIÓN 1	EVA
1	QUINENCO	Chile	IPSA	2,3	-5,57
2	CMPC	Chile	IPSA	4,5	-4,27
3	RIPLEY	Chile	IPSA	0	-2,13

Pero más allá de establecer una relación exploratoria entre la *dimensión 1* del nivel de transparencia de las empresas y la generación de valor agregado económico, lo cierto es que resulta fundamental verificar a partir de una regresión estadística, una correlación estadísticamente significativa que pueda avalar la importancia que reviste para el conjunto de empresas en general, la adopción de prácticas de transparencia en

cuanto intangibles que mejoran la reputación y capacidad de generar retornos mínimos por sobre los activos existentes que satisfagan a acreedores financieros, dueños y otros proveedores de capital. Para esto, se realizó una regresión en donde se toma en cuenta como variable dependiente a EVA y como variables independientes a caja, leverage, logaritmo de activos y al indicador de *dimensión 1*.

<sup>3</sup> La Compañía Sudamericana de Vapores, aunque teniendo un índice de Dimensión 1 igual a 0,4 y un EVA de 13,2988, no la consideramos debido a que ésta, el viernes 21 de Marzo de 2014, se fusionó con la empresa alemana Hapag-Lloyd, dejando de ser al mismo tiempo una empresa nacional, y esto como parte del acuerdo de fusión.

**TABLA N° 5. REGRESIÓN LINEAL EVA EN BASE A VARIABLES CAJA, LEVERAGE, LOGARITMO DE ACTIVOS E INDICADOR DE DIMENSIÓN 1.**

	COEFICIENTE	P> T
Caja	.253	0,014
Leverage	-.030	0,447
Log Activos	-.877	0,023
Dimensión 1	.558	0,076
Constante	2.588	0,557
N=183; R <sup>2</sup> = 0,543		

La tabla anterior resume una correlación entre la *divulgación de programas anti-corrupción (dimensión 1)* del Índice de Transparencia y EVA. El EVA es explicado por la *dimensión 1* y por otras variables que teóricamente debiesen afectarlo y que han mostrado ser relevantes en la práctica. Controlamos, además, por el hecho de que las firmas en la muestra se ubican en distintos países y que son de diferente carácter (multinacionales, grandes empresas o firmas chilenas). La *dimensión 1* entonces es estadísticamente significativa con un p-valor de 7.6%. El impacto económico no es despreciable: una mejora de una desviación estándar en la *dimensión 1* del Índice de Transparencia (equivalente a 2.6 puntos) se asocia con un aumento de 1.45 puntos porcentuales de mayor valor agregado. Aplicando estos resultados a Chile, si en vez del número

actual, las compañías tuvieran el nivel de sus pares norteamericanos, el EVA asociado sería 1.32 puntos mayor. Eso tendría un impacto de 8.000 millones de dólares en el valor de los activos, aproximadamente (**Tabla 5**).

Los resultados anteriores también se verifican si se utiliza una métrica alternativa de valor: *la q de Tobin*. Ésta se calcula como el valor de mercado de los activos sobre su valor contable. El mercado asignará un valor mayor a 1 en este indicador si espera que el beneficio que generarán los activos (valor de mercado) es mayor a su costo (valor contable). En este caso, un Índice de Transparencia de *divulgación de programas anticorrupción* de 2.6 puntos mayor (una desviación estándar), está asociado a un aumento de 2.7 puntos porcentuales de mayor *q* (**Tabla 6**).

**TABLA N° 6. APLICACIÓN DEL TEST Q DE TOBIN**

	COEFICIENTE	P> T
Caja	.067	0.699
Leverage	-.098	0.151
Log Activos	-.108	0.868
Dimensión 1	1.041	0.052
Constante	-8.186	0.276
N=183; R <sup>2</sup> = 0,534		

Por lo tanto, bien vale la pena que nuestros empresarios a nivel general, comiencen a considerar el desarrollo y divulgación de programas, códigos de conducta, una estructura orgánica, canales de comunicación o medidas autorregulatorias en materia de

anticorrupción, como valor real e intangible fundamental de la gestión y comunicación de su negocio. No sólo porque aparentemente paga. Más importante aún, porque puede garantizar la sostenibilidad de su empresa en el largo plazo.



## CONCLUSIONES

A la luz de los resultados obtenidos es posible entonces vislumbrar aunque sea a un nivel aún exploratorio, que a medida que aumenta la *divulgación de políticas anti-corrupción* por parte de las compañías, ya sean estas Grandes Empresas, Multinacionales o Empresas IPSA, se registra un aumento en su valor agregado económico, controlando por el resto de las variables. Por lo tanto, la divulgación de políticas anti-corrupción por parte de las compañías tiene incidencia directa en su valor agregado económico, controlado por el resto de las variables.

La gran diferencia entre los valores del Índice de *divulgación de programas anti-corrupción (dimensión 1)* y las otras dimensiones (*Transparencia Organizacional y Reporte País por País*) demuestra que la falta de incentivos político-regulatorios en estas últimas áreas pueden tener una incidencia directa en la voluntad de reporte de las empresas, o en que el nivel de reportabilidad existente y sensibilización respecto a la importancia de dicha información sea aún muy precaria. De hecho, las compañías más importantes del mundo, cuyo valor de mercado combinado supera los US\$ 14 trillones, aportan datos financieros mínimos o nulos sobre las operaciones que desarrollan fuera de su país de origen. Si bien las empresas con operaciones globales del Reino Unido muestran el mejor desempeño, las empresas europeas, norteamericanas y sobre todo chinas, principalmente asociadas a actividades extractivas (petróleo, gas y minería), muestran escasos reportes de sus operaciones y estados financieros país por país.

No obstante lo anterior, se hace cada vez más claro que la proliferación de escándalos delictuales financieros y políticos como los reseñados en este estudio, que han afectado tanto a compañías locales como multinacionales, y que han provocado una intervención de la autoridad política-regulatoria en diversos países (incluyendo a Chile), pueden estar teniendo un correlato en ciertas medidas y acciones corporativas anticorrupción de carácter preventivo. De esta forma, las compañías estarían avanzando hacia un mayor desarrollo a nivel de divulgación de programas anticorrupción.

Por otra parte, y a nivel exploratorio, si se considera a las empresas chilenas listadas en el IPSA que están en nuestra muestra, es posible ver que se mantiene la tendencia evidenciada en estudio anterior de Portales y Braun (2015). Esto es, las compañías que aparecen con mejores niveles de *divulgación de programas y acciones anticorrupción*, generan mayor EVA, y con aquellas que presentan índices de transparencia más bajos en *dimensión 1*, sucede lo contrario.

## RECOMENDACIONES

A través del análisis de los resultados, las conclusiones obtenidas por la investigación, y el repaso de la bibliografía internacional, consideramos relevante el proponer ciertas recomendaciones fundamentadas en materia de divulgación de programas de transparencia por parte de las empresas, con el objetivo de aumentar su Valor Económico Agregado y reputación. A saber:

1. Nuestros empresarios deben comenzar a considerar el desarrollo y divulgación de programas, códigos de conducta, una estructura orgánica, canales de comunicación o medidas autorregulatorias en materia de anticorrupción, como valor real e intangible fundamental de la gestión y comunicación de su negocio. No sólo porque aparentemente paga. Más importante aún, porque puede garantizar la sostenibilidad de su empresa en el largo plazo.

2. Las empresas encontrarán en el manual anticorrupción establecido por la OECD un marco y una estructura de referencia que les permitirá abordar la implementación de un programa anticorrupción con estándares internacionales, y que al mismo tiempo son validadas por otros organismos públicos y privados. De esta forma, la instalación de estas capacidades dentro de la empresa debe ser mirada con el mismo prisma con el que se miran las demás operaciones que influyen directamente en el valor de la empresa. Así, medidas consensuadas como la evaluación formal de riesgos, un desarrollo del programa y

procedimientos claros ante violaciones del código, deben ser aplicadas por cualquier empresa privada que busque hacerse cargo de este tema.

3. Los programas anticorrupción y su divulgación dentro de la empresa deben ser entendidos más allá de la dimensión ética que conllevan. La aplicación de estos estamentos debe responder a la creciente necesidad de información y transparencia que demandan los distintos públicos y stakeholders de una empresa en esta nueva era. De esta forma, las empresas no sólo estarán respondiendo a la dimensión ética de la que se hacen cargo estas prácticas, sino que también estará dando un paso más allá en el aporte de valor hacia sí mismas.

## REFERENCIAS

- Aggarwal, R., Erel, I., Stultz, R., y Williamson, R. (2009). Differences in Governance Practices between U.S. and Foreign Firms: Measurement, Causes and Consequences. *Review of Financial Studies* 22(8). Descargado 07 de noviembre de 2016 desde: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1001454](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1001454)
- Alloza, A., Carreras, E. y Carrera, A. (2013). *Reputación Corporativa*. Disponible en: [http://www.bibliotecacorporateexcellence.org/images/fotos/Reputacion%20corporativa\\_cap1.pdf](http://www.bibliotecacorporateexcellence.org/images/fotos/Reputacion%20corporativa_cap1.pdf)
- Argenti, P., Howell, R., y Beck, K. (2005). The Strategic Communication Imperative. *MIT Sloan Management Review, Spring Vol(46)3*. Descargado 07 de noviembre de 2016 desde <http://sloanreview.mit.edu/article/the-strategic-communication-imperative/>
- Chile Transparente (2014). *Transparency in Reporting on Anti-Corruption*. Descargado 07 de noviembre de 2016 desde: <http://www.chiletransparente.cl/wp-content/uploads/2015/06/TRAC-Nacional.pdf>
- Diermeier, D. (2011). *Reputation Rules, Part 2*. New York: McGraw-Hill.
- Doorley, J. y García, H. (2010). *Reputation Management: The Key to Successful Public Relations and Corporate Communication*. Londres: Routledge.
- Ellul, A., Jappelli, T., Pagano, M. y Panunzi, F. (2015). Transparency, Tax Pressure, and Access to Finance", *Review of Finance*, April. Descargado 07 de noviembre de 2016 desde: <http://rof.oxfordjournals.org/content/early/2015/04/10/rof.rfv005.full.pdf+html>
- Fombrun, C. (1996). *Reputation: Realizing Value From The Corporate Brand*. Boston: Harvard Business School Press.
- Gu, L., y Hackbarth, D. (2013). Governance and Equity Prices: Does Transparency Matter?, *Review of Finance*, Vol.17(6), 1989-2033.
- Kunz, B. (2011). *Dow Jones Sustainability Index: La RSE también se mide en Bolsa*. Descargado 07 de noviembre de 2016 desde: <http://www.guioteca.com/rse/dow-jones-sustainability-index-la-rse-tambien-se-mide-en-bolsa/>
- Lang, M., Lins, K., y Maffett, M. (2011). Transparency, Liquidity and Valuation: International Evidence. *Journal of Accounting Research*, Vol.50(3), 729-774, DOI: 10.1111/j.1475-679X.2012.00442.x
- Muir, L. (2008). *Issues and Crisis Management*. Londres: London School of Economics and Political Science.
- Transparency International (2015). *Principios de Transparencia y Prevención de la Corrupción para las Empresas*. Descargado 07 de noviembre de 2016 desde: [http://webantigua.transparencia.org.es/principios\\_transparencia\\_para\\_empresas/principios\\_de\\_transparencia\\_empresas\\_\\_resumen\\_ejecutivo.pdf](http://webantigua.transparencia.org.es/principios_transparencia_para_empresas/principios_de_transparencia_empresas__resumen_ejecutivo.pdf)

## ANEXO 1: LISTADO DE EMPRESAS CONSIDERADAS POR TRANSPARENCIA INTERNACIONAL

Ranking	Nombre	País	Descripción	Índice de Transparencia	Dimension 1	Dimension 2	Dimension 3
1	BP PLC-ADR	UK	Grande Empresa	5,1	10	5	0,2
2	ENI SPA-ADR	Italy	Grande Empresa	7,3	9,6	10	2,2
3	STATOIL ASA-ADR	Norway	Grande Empresa	6,6	9,6	3,8	6,6
4	RIO TINTO-ADR	UK	Grande Empresa	5,4	9,6	5	1,5
5	BG GROUP PLC-ADR	UK	Grande Empresa	5,3	9,6	5	1,2
6	GLAXOSMITHKL-ADR	UK	Grande Empresa	5,2	9,6	5	1,1
7	BRIT AMER TO-ADR	UK	Grande Empresa	4,7	9,6	4,4	0
8	ANHEUSER-SPN ADR	Belgium	Grande Empresa	4,5	9,6	3,8	0
9	HP INC	USA	Grande Empresa	3,6	9,6	1,3	0
10	PROCTER & GAMBLE	USA	Grande Empresa	3,6	9,6	1,3	0
11	ENERSIS SA	Chile	Empresa IPSA	7,55	9,2	9,4	5
12	BARCLAYS PLC	UK	Grande Empresa	4,4	9,2	3,8	0,2
13	PHILIP MORRIS IN	USA	Grande Empresa	4,4	9,2	1,9	2
14	MICROSOFT CORP	USA	Grande Empresa	3,5	9,2	1,3	0
15	PFIZER INC	USA	Grande Empresa	3,5	9,2	1,3	0
16	TATA COMMUNI-ADR	India	Multinacional	7,1	9,2	8,8	3,4
17	TATA GLOBAL BEVE	India	Multinacional	6,6	9,2	7,5	3,1
18	TATA STEEL LTD	India	Multinacional	6,6	9,2	7,5	3
19	ARCELORMITTAL-NY	Luxembourg	Grande Empresa	5,8	8,8	7,5	1,1
20	BASF SE-ADR	Germany	Grande Empresa	5,5	8,8	7,5	0,1
21	ECOPETROL-SP ADR	Colombia	Grande Empresa	5,5	8,8	7,5	0,1
22	VOLKSWAGEN AG	Germany	Grande Empresa	5,5	8,8	7,5	0
23	HSBC HLDGS PLC	UK	Grande Empresa	5	8,8	4,4	1,7
24	ROYAL DUTCH-ADR	Netherlands	Grande Empresa	4,4	8,8	3,8	0,6
25	HOME DEPOT INC	United States	Grande Empresa	4,2	8,8	3,8	0
26	JPMORGAN CHASE	USA	Grande Empresa	3,8	8,8	2,5	0
27	QUALCOMM INC	USA	Grande Empresa	3,8	8,8	2,5	0,2
28	ASTRAZENECA-ADR	UK	Grande Empresa	3,7	8,8	1,9	0,3
29	PETRONAS DAGANGA	Malaysia	Multinacional	6,4	8,8	10	0,1
30	PETROBRAS SA-ADR	Brazil	Multinacional	4,6	8,8	5	0
31	ANDINA-PREF B	Chile	Empresa IPSA	7,15	8,65	5,95	6
32	SIEMENS AG-ADR	Germany	Grande Empresa	5,5	8,5	7,5	0,7
33	SAP SE-SPONS ADR	Germany	Grande Empresa	5,2	8,5	6,3	1
34	ENEL SPA	Italy	Grande Empresa	4,9	8,5	5,6	0,6
35	WAL-MART STORES	USA	Grande Empresa	3,8	8,5	1,9	1
36	AMGEN INC	USA	Grande Empresa	3,7	8,5	2,5	0
37	PEPSICO INC	USA	Grande Empresa	3,7	8,5	2,5	0,1
38	3M CO	USA	Grande Empresa	3,5	8,5	1,9	0,1
39	TEVA PHARM-ADR	Israel	Grande Empresa	3,5	8,5	1,9	0
40	MCDONALDS CORP	USA	Grande Empresa	3,2	8,5	1,3	0
41	UNITED TECH CORP	USA	Grande Empresa	2,7	8,5	2,5	0
42	BHARTI AIRTEL	India	Multinacional	6,4	8,5	7,5	3,4
43	TATA CONSULTANCY	India	Multinacional	5,9	8,5	7,5	1,7
44	SABIC	Saudi Arabia	Multinacional	5,8	8,5	8,8	0,2
45	PTT PCL	Thailand	Multinacional	5,6	8,5	7,5	0,9
46	BUMI RESOURCES	Indonesia	Multinacional	5,3	8,5	7,5	0
47	SAPPI LTD	South Africa	Multinacional	5,1	8,5	6,3	6
48	BANMEDICA	Chile	Empresa IPSA	5,9	8,1	8,8	1
49	DEUTSCHE TEL-ADR	Germany	Grande Empresa	5,8	8,1	8,8	6

50	E ON AG-ADR	Germany	Grande Empresa	5,7	8,1	7,5	1,5
51	BAYER AG-REG	Germany	Grande Empresa	5,2	8,1	7,5	0,1
52	ORANGE-SPON ADR	United Kingdom	Grande Empresa	4,4	8,1	3,8	1,4
53	ROSNEFT OJSC-GDR	Russia	Grande Empresa	4,2	8,1	4,4	0
54	EXXON MOBIL CORP	USA	Grande Empresa	4,1	8,1	3,8	0,4
55	ABBOTT LABS	USA	Grande Empresa	4	8,1	3,8	0,3
56	OCCIDENTAL PETE	USA	Grande Empresa	4	8,1	3,1	0,9
57	NOVO-NORDISK-ADR	Denmark	Grande Empresa	3,9	8,1	3,8	0
58	AT&T INC	USA	Grande Empresa	3,7	8,1	3,1	0
59	TATA CHEMICALS	India	Multinacional	6,2	8,1	7,5	3
60	PETROBRAS SA-ADR	Brazil	Grande Empresa	4,6	7,7	6,3	0
61	COCA-COLA CO/THE	USA	Grande Empresa	4,3	7,7	3,1	2
62	ITAU UNIBANC-ADR	Brazil	Grande Empresa	4,2	7,7	3,8	1,2
63	MERCK & CO	USA	Grande Empresa	4,2	7,7	5	0
64	NOVARTIS AG-ADR	Switzerland	Grande Empresa	3,8	7,7	3,8	0,1
65	SANOFI-ADR	France	Grande Empresa	3,8	7,7	3,8	0
66	UNITED PARCEL-B	USA	Grande Empresa	3,6	7,7	1,3	2
67	GENERAL ELECTRIC	USA	Grande Empresa	3,2	7,7	1,9	0
68	ORACLE CORP	USA	Grande Empresa	3	7,7	1,3	0,1
69	CONOCOPHILLIPS	USA	Grande Empresa	2,6	7,7	2,5	0,6
70	TATA MOTORS-ADR	India	Multinacional	6,2	7,7	7,5	2,9
71	WIPRO LTD-ADR	India	Multinacional	5,7	7,7	6,3	3
72	SABANCI HLDG-ADR	Turkey	Multinacional	4,9	7,7	6,9	0
73	INFOSYS LTD-ADR	India	Multinacional	4,8	7,7	3,8	3
74	BRF SA-ADR	Brazil	Multinacional	4,4	7,7	5,6	0
75	LATAM AIRLINES	Chile	Empresa IPSA	5,45	7,35	5,65	2,65
76	BANCO SANTAN-ADR	Spain	Grande Empresa	6	7,3	7,5	3,1
77	AMERICA-SPON ADR	Mexico	Grande Empresa	4,4	7,3	4,4	1,4
78	ROYAL BANK OF CA	Canada	Grande Empresa	4,4	7,3	3,8	2,1
79	SCHLUMBERGER LTD	France	Grande Empresa	3,1	7,3	1,9	0
80	UNILEVER NV-NYS	Netherlands	Grande Empresa	2,7	7,3	3,8	0
81	AMERICA-SPON ADR	Mexico	Multinacional	5,7	7,3	8,1	1,6
82	LENOVO GROUP-ADR	China	Multinacional	5,4	7,3	8,8	0
83	COMCAST CORP-A	USA	Grande Empresa	3,3	6,9	3,1	0
84	CISCO SYSTEMS	USA	Grande Empresa	3,1	6,9	2,5	0
85	LLOYDS BANKING	UK	Grande Empresa	3,1	6,9	2,5	0
86	IBM	USA	Grande Empresa	2,9	6,9	1,9	0
87	CITIGROUP INC	USA	Grande Empresa	2,7	6,9	1,3	0
88	VISA INC-CLASS A	USA	Grande Empresa	2,7	6,9	1,3	0
89	CREDIT SUISS-ADR	Switzerland	Grande Empresa	2,6	6,9	3,8	0
90	UNITED CO RUSAL	Russia	Multinacional	6,2	6,9	10	1,7
91	FOMENTO ECON-ADR	Mexico	Multinacional	5	6,9	6,3	1,9
92	AES GENER SA	Chile	Empresa IPSA	6,15	6,75	7,5	3
93	BANK OF AMERICA	USA	Grande Empresa	4,1	6,5	5,6	0
94	CHEVRON CORP	USA	Grande Empresa	3,5	6,5	3,8	0,2
95	AMERICAN EXPRESS	USA	Grande Empresa	3,4	6,5	3,8	0
96	WELLS FARGO & CO	USA	Grande Empresa	3	6,5	2,5	0
97	GOLDMAN SACHS GP	USA	Grande Empresa	2,8	6,5	1,9	0
98	APPLE INC	USA	Grande Empresa	2,7	6,5	1,3	0,3
99	JOHNSON&JOHNSON	USA	Grande Empresa	2,6	6,5	1,3	0
100	GAZPROM-ADR	Russia	Multinacional	4,7	6,5	7,5	0
101	LATAM AIRLIN-ADR	Chile	Multinacional	4,6	6,5	5,6	1,6
102	FALABELLA	Chile	Empresa IPSA	5,35	6,3	7,5	2,25
103	SIGDO KOPPERS	Chile	Empresa IPSA	4,8	6,2	8,8	2
104	CONCHATORO	Chile	Empresa IPSA	4,6	6,2	7,5	0

105	RELIANC-GDR 144A	India	Grande Empresa	5,6	6,2	7,5	3
106	ALLIANZ SE-VINK	Germany	Grande Empresa	4,8	6,2	7,5	0,8
107	VALE SA-SP ADR	Brazil	Grande Empresa	3,9	6,2	5	0,7
108	BANK OF NOVA SCO	Canada	Grande Empresa	3,2	6,2	3,1	0,3
109	WALT DISNEY CO	USA	Grande Empresa	2,5	6,2	1,3	0
110	MAGNESITA REFRAT	Brazil	Multinacional	3,4	6,2	3,8	3
111	SALFACORP	Chile	Empresa IPSA	4,4	6	5	0,65
112	CENCOSUD SA	Chile	Empresa IPSA	4,65	5,95	4,7	2
113	TELEFONICA-ADR	Spain	Grande Empresa	5	5,8	3,8	5,4
114	CANON INC-ADR	Japan	Grande Empresa	3,2	5,8	3,8	0
115	GERDAU SA-ADR	Brazil	Multinacional	4,6	5,8	7,5	4
116	GRUPO BIMBO-A	Mexico	Multinacional	3,5	5,8	4,4	3
117	JBS	Brazil	Multinacional	3	5,8	3,1	0
118	ENTEL	Chile	Empresa IPSA	3,85	5,75	3,8	1
119	GAZPROM-ADR	Russia	Grande Empresa	3,5	5,4	5	0
120	NEWS CORP-CL A	USA	Grande Empresa	3,3	5,4	4,4	0,1
121	BRADESCO-ADR	Brazil	Grande Empresa	2,8	5,4	3,1	0
122	TOYOTA MOTOR-ADR	Japan	Grande Empresa	2,8	5,4	3,1	0
123	VERIZON COMMUNIC	USA	Grande Empresa	2,8	5,4	3,1	0
124	GILEAD SCIENCES	USA	Grande Empresa	2,6	5,4	2,5	0
125	ALPHABET INC-C	USA	Grande Empresa	2,2	5,4	1,3	0
126	SUZLON ENERGY	India	Multinacional	4,7	5,4	5,6	3,2
127	EMBRAER SA-ADR	Brazil	Multinacional	4,4	5,4	7,5	0,3
128	SINOSTEEL CORP	China	Multinacional	2,7	5,4	2,5	0,3
129	CAP	Chile	Empresa IPSA	3,1	5	7,5	2
130	BNP PARIBAS	France	Grande Empresa	4,2	5	7,5	0,1
131	TAIWAN SEMIC-ADR	Taiwan	Grande Empresa	3,3	5	3,8	1,2
132	DR REDDY'S-ADR	India	Multinacional	5	5	7,5	2,5
133	MARCOPOLO-PREF	Brazil	Multinacional	4,8	5	7,5	1,8
134	INDORAMA VENTURE	Thailand	Multinacional	4,3	5	7,5	0,3
135	KOC HOLDING-ADR	Turkey	Multinacional	4,2	5	7,5	0,1
136	MEXICHEM-*	Mexico	Multinacional	3,4	5	3,8	1,6
137	ALFA LAVAL AB	Mexico	Multinacional	2,7	5	3,1	0
138	COSCO PAC LTD	China	Multinacional	2,3	5	1,9	0,05
139	CHINA STATE -A	China	Multinacional	1,9	5	0,6	0,1
140	WEG SA	Brazil	Multinacional	2,4	4,6	2,5	0
141	CMPC	Chile	Empresa IPSA	3,7	4,45	5,65	0,55
142	COCA-COLA EMBO-B	Chile	Empresa IPSA	4,85	4,4	7,8	2,25
143	SAMSUN-GDR	South Korea	Grande Empresa	2,9	4,2	4,4	0
144	PETROCHINA -ADR	China	Grande Empresa	2,7	4,2	3,8	0
145	LUPIN LTD	India	Multinacional	5,2	4,2	7,5	3,8
146	ZOOMLION HEAVY-H	China	Multinacional	3,9	4,2	7,5	0
147	SUNTECH POWE-ADR	China	Multinacional	3,1	4,2	4,4	7
148	GASCO SA	Chile	Empresa IPSA	3,8	3,8	7,5	0
149	MITSUBISHI U-ADR	Japan	Grande Empresa	2,4	3,8	3,1	0,1
150	RICHTER GEDE-GDR	Hungary	Multinacional	4,6	3,8	9,4	5
151	SINOHYDRO CORP	China	Multinacional	3,4	3,8	6,3	0
152	ANSHAN IRON & ST	China	Multinacional	1,3	3,8	0	0
153	SONDA SA	Chile	Empresa IPSA	3,4	3,5	6,3	0,4
154	NIPPON TELEG-ADR	Japan	Grande Empresa	2	3,5	2,5	0
155	BERKSHIRE HATH-B	USA	Grande Empresa	1,6	3,5	1,3	0
156	SINOMACH AUTO -A	China	Multinacional	1,8	3,5	1,9	0
157	ZTEST ELECTRONIC	China	Multinacional	3,5	3,1	7,5	0
158	BANCO DE CHILE	Chile	Empresa IPSA	3,75	3,05	6,9	0
159	SOQUIMICH-B	Chile	Empresa IPSA	3,3	2,7	6,3	0

160	GRUMA SAB-ADR	Mexico	Multinacional	4,1	2,7	8,8	8
161	QUINENCO	Chile	Empresa IPSA	3,3	2,3	7,5	0
162	ICBC-H	China	Grande Empresa	2,2	2,3	4,4	0
163	SBERBANK-SP ADR	Russia	Grande Empresa	1,5	2,3	1,9	0,3
164	CROMPTON GREAVES	India	Multinacional	4,1	2,3	7,5	2,6
165	CHINA NATL OFFSH	China	Multinacional	0,8	2,3	0	0
166	CNOOC LTD-ADR	China	Grande Empresa	1,9	1,9	3,8	0
167	BANKCOMM-H	China	Grande Empresa	1,3	1,9	1,9	0,2
168	HONDA MOTOR-ADR	Japan	Grande Empresa	1,3	1,9	1,9	0
169	LARSEN & TOUBRO	India	Multinacional	4,2	1,9	8,1	2,6
170	INDOFOOD SUK-ADR	Indonesia	Multinacional	3,7	1,9	7,5	1,8
171	BYD CO-UNSP ADR	China	Multinacional	3,4	1,9	7,5	7
172	YANZHOU COAL-ADR	China	Multinacional	2,8	1,9	6,3	0,3
173	ALUMINUM COR-ADR	China	Multinacional	1,3	1,9	1,9	0
174	ZHEJIANG GEELY H	China	Multinacional	0,7	1,9	0	0,1
175	CCB-H	China	Grande Empresa	1,8	1,5	3,8	0,2
176	ABC-H	China	Grande Empresa	1,4	1,5	2,5	0,2
177	SHANGHAI ELECT-H	China	Multinacional	3,8	1,5	10	0
178	SEVERSTAL-GDR	Russia	Multinacional	3	1,5	7,5	0,1
179	CHINA MINMETALS	China	Multinacional	0,8	1,5	0,6	0,2
180	CHINA SHIPPING G	China	Multinacional	0,7	1,5	0,6	0
181	CHINA COMM-ADR	China	Multinacional	2,9	1,2	7,5	0,2
182	LDK SOLAR CO-ADR	China	Multinacional	1,9	1,2	3,8	0,7
183	THAI UNION GROUP	Thailand	Multinacional	2,8	0,8	7,5	0
184	CIMC-H	China	Multinacional	1,3	0,8	3,1	0
185	COTEMINAS-PREF	Brazil	Multinacional	1,3	0,8	3,1	0
186	CHINA NATIONAL C	China	Multinacional	0,5	0,8	0,6	0
187	CIA SUD AMERICAN	Chile	Empresa IPSA	2,5	0,4	7,5	0
188	BANK OF CHINA-H	China	Grande Empresa	1	0,4	2,5	0,1
189	CHINA SHIPBUILD	China	Multinacional	0,1	0,4	0	0
190	RIPLEY CORP SA	Chile	Empresa IPSA	3,95	0	7,55	7
191	CHERY AUTOMOBILE	China	Multinacional	0	0	0	0