

INFORME SOBRE EL CUMPLIMIENTO DE NORMAS Y CÓDIGOS (ROSC)¹

Evaluación nacional de la gobernanza corporativa

URUGUAY

Septiembre, 2005

Resumen ejecutivo

Este informe proporciona una evaluación acerca del marco de políticas, la puesta en vigor y las prácticas de cumplimiento de la gobernanza corporativa en el Uruguay. Enfatiza los avances recientes en la regulación de la gobernanza corporativa, proporciona recomendaciones de política y brinda a los inversionistas un estándar de comparación frente al cual puedan medir la gobernanza corporativa en el Uruguay.

Logros y principales obstáculos

Los recientes avances del Uruguay con respecto a la estabilidad financiera y económica proveen una base adecuada para la profundización y el crecimiento de los mercados de capital. Las reformas relativas a la presentación de información de las empresas, así como los progresos realizados en las regulaciones para el sector empresarial y bursátil, tuvieron un inicial impacto positivo en la disponibilidad de financiamiento externo para que las empresas pudieran financiar su crecimiento. Sin embargo, estos avances iniciales fueron puestos en peligro debido a una serie de incumplimientos de emisores de valores y por el episodio de inestabilidad financiera del año 2002, que condujeron a una percepción de alto riesgo e incertidumbre de los mercados de capitales. Hoy en día es crucial contar con un sólido conjunto de medidas de gobernanza corporativa y de protección al inversionista para recuperar el terreno perdido y garantizar un mayor desarrollo del mercado de capitales. Los recientes esfuerzos destinados a rediseñar la gobernanza y la eficiencia de los sectores de propiedad del estado y de finanzas contribuirán también al desarrollo de los mercados de valores y financieros. Un joven pero dinámico sector de fondos privados de pensiones de jubilación se beneficiará de un mercado que ofrezca valores invertibles y una cartera diversificada.

Pasos siguientes

El informe identifica varios pasos claves a dar centrados en la implementación, incluidos los siguientes:

- ❑ El mejoramiento de la información empresarial, en particular la revelación de la propiedad, los procedimientos acerca de las transacciones con partes relacionadas y la presentación de información financiera;
- ❑ La promoción de directorios efectivos y activos;
- ❑ El fortalecimiento de las instituciones, incluidos el ente regulador de valores y el registro de empresas;
- ❑ La modernización de los mercados de valores mediante el fortalecimiento de la intermediación y las regulaciones relacionadas.

Contenidos

Perfil del mercado	1
Aspectos claves	1
<i>Revelación</i>	1
<i>El directorio y la supervisión de la empresa</i>	2
<i>Construcción institucional y cumplimiento de la ley</i>	3
<i>Desarrollo de los mercados de capitales y fortalecimiento de la protección al inversionista</i>	4
Recomendaciones	6
Revision Principio-por-Principio de la Gobernanza Corporativa	10
<i>Seccion I. Garantizar la base para un marco efectivo de gobernanza corporativa</i>	10
<i>Seccion II: Los derechos de los accionistas y las funciones claves de los propietarios</i>	15
<i>Seccion III: El trato equitativo a los accionistas</i>	20
<i>Seccion IV: El rol de las partes interesadas en la gobernanza corporativa</i>	22
<i>Seccion V: Revelacion Y transparencia</i>	24
<i>Seccion VI: Las responsabilidades del directorio</i>	28
Apendice: Gobernanza de las ep	31
Referencias	36

Evaluación nacional: URUGUAY

Perfil del mercado

Los progresos recientes del Uruguay con respecto a la estabilidad financiera y económica proporcionan una base adecuada para la profundización y crecimiento de los mercados de capitales. Un sólido conjunto de medidas para la gobernanza corporativa y la protección al inversionista son ahora cruciales para recuperar el terreno perdido y garantizar un mayor desarrollo del mercado de capitales, el progreso del sector privado, las mejoras en la eficiencia de los Entes Autónomos y Servicios Descentralizados (EP), la sofisticación del sector financiero y el incremento en la disponibilidad del financiamiento externo para el crecimiento empresarial.

La débil gobernanza corporativa ha sido una de las causas del pobre funcionamiento y de la inestabilidad de los mercados de capitales. Una parte importante de la responsabilidad de la crisis financiera del 2002 ha sido atribuida a los insuficientes controles internos de los bancos, y a la insuficiente transparencia de los bancos y las empresas, todo lo cual permitió que los accionistas mayoritarios hicieran negocios en beneficio propio. Como consecuencia, son escasas las empresas emisoras y los inversionistas son cautelosos, los grupos familiares son reticentes a renunciar al control corporativo, y las acciones se considera que están subvaluadas. Las transacciones en bonos han sido escasas desde el incumplimiento de los pagos por los bonos en el 2002. Las transacciones se concentran casi exclusivamente en valores del gobierno. Algunos de los factores claves de la gobernanza corporativa que requieren ser mejorados son: revelación y transparencia, intermediación financiera (*e.g.*, fortalecimiento de las regulaciones de intermediación), el marco estatutario de contabilidad y auditoría, y una toma de conciencia general —entre otros, de parte de los gerentes generales y los directorios— acerca de las ventajas y costos de la gobernanza corporativa y de los temas de mercados de capitales.

Las empresas públicas dan cuenta de una porción significativa de la economía no obstante que ninguna está listada (algunos bancos de propiedad del estado emiten bonos). Tres cuartas partes de las empresas privadas son de propiedad de grupos familiares y el resto son empresas extranjeras. Las instituciones locales y los pequeños inversionistas no tienen una presencia significativa en el mercado, con excepción de los fondos de pensiones (los bancos y las compañías de seguros no pueden invertir en renta variable).

Aspectos claves

Los desafíos claves para mejorar la gobernanza corporativa y desarrollar los mercados de capitales son: mejorar la información empresarial, fortalecer las instituciones, y la capacitación de los directorios y ejecutivos de las empresas.

Revelación

Las empresas listadas tienen estándares adecuados de revelación, y las firmas financieras tienen exigencias de revelación especialmente fuertes. Dos áreas donde se requiere un mayor fortalecimiento de la revelación son: a) la transparencia acerca de los titulares de la propiedad, y b) la información de transacciones con partes relacionadas.

La revelación de las empresas y firmas financieras es adecuada; se requieren mayores progresos con

respecto a la transparencia de la propiedad y la información sobre las transacciones con partes relacionadas (TPR)

La revelación sobre los titulares de la propiedad es exigida por ley en el caso de los bancos, los fondos de pensiones, los fondos de inversión y las compañías de seguros. Se dispone de cierta información ocasional en el caso de las empresas listadas. No existe ninguna revelación acerca de quiénes son en última instancia los propietarios de las empresas, aunque anecdóticamente son conocidos dentro de la comunidad empresarial.

Por ley, las revelaciones de transacciones con partes relacionadas satisfacen los estándares internacionales de presentación de información. Desde la perspectiva de los participantes del mercado, sin embargo, el cumplimiento y la calidad de la información es insuficiente, y el riesgo relativo a las partes relacionadas es considerado como una preocupación relevante y frecuente en el caso de los bancos cuando otorgan créditos, y también en el caso de las AFAP (fondos de pensiones).

Avances recientes en las practicas contables y de auditoría

Las normas internacionales de contabilidad y auditoría han sido implementadas recientemente en el país. Su acatamiento todavía no es uniforme. Los exámenes profesionales para los contadores y la supervisión de las auditorías son inexistentes. Un análisis integral de este tema puede hallarse en el ROSC de Contabilidad & Auditoría del Banco Mundial, 2005.

La exigencia de la revelación, así como su disponibilidad pública, han sido impulsadas por el Banco Central de Uruguay (BCU)

A pesar del significativo esfuerzo del BCU para hacer cumplir la normatividad, todavía queda mucho por hacer puesto que la revelación no-financiera de las empresas todavía es percibida como desigual por lo participantes del mercado. Durante los últimos dos años, el BCU ha realizado una mejora significativa con respecto a la disponibilidad de los estados contables auditados para su uso por parte de los emisores y los bancos, no obstante que otros intermediarios financieros y operadores de mercado (e.g., agentes / corredores –de bolsa) se hallan rezagados.

El directorio y la supervisión de la empresa

Los directorios juegan un rol secundario en la gobernanza

Las empresas en el Uruguay tienen directorios de un solo nivel. Existe un claro predominio de los accionistas mayoritarios para nombrar el directorio, la gerencia de la empresa y para tomar las decisiones empresariales relevantes. Los acuerdos entre accionistas son frecuentes, lo que redundando en una mayor concentración de la propiedad y pone trabas a la revelación de los titulares de propiedad. Esto limita la protección al inversionista externo y desalienta a los accionistas externos. La mayoría de directorios están dominados por ejecutivos; los directores independientes son escasos. En algunos casos, existe una separación entre el Presidente del directorio y el principal ejecutivo. No existen requisitos de calificación para los directores, excepto por los criterios de idoneidad y adecuación para las instituciones financieras. Los directores no-ejecutivos no se informan activamente de los asuntos de la empresa. No es usual la toma de conciencia acerca de los deberes y obligaciones de un director. No existe capacitación para los directores o un instituto de directores.

Es muy pronto para juzgar la utilidad de los comités de auditoría para los bancos

En el caso de los bancos, los comités de auditoría son obligatorios por normativa del BCU. Las funciones del comité no incluyen la supervisión del auditor externo, ni alguna responsabilidad sobre el control de las transacciones con partes relacionadas. Los comités de auditoría son un requisito relativamente reciente (desde 1999), y todavía no están funcionando adecuadamente en todos los bancos.

La efectividad de los comités estatutarios de auditoría es variada

Los emisores tienen una instancia de control interno, denominada “síndico”, que tiene importantes facultades —tales como el derecho a pedir la re-evaluación de las cuentas empresariales—, pero está también sujeto a considerable responsabilidad. Otras funciones importantes son brindar información a los accionistas y responder a sus quejas. Los participantes de mercado dan opiniones diversas sobre la utilidad de los síndicos. Los informes de los síndicos tienden a emplear un lenguaje enrevesado que no es fácilmente interpretable, y no están estandarizados. De otro lado, fueron mencionadas algunas experiencias positivas donde los síndicos defendieron exitosamente los intereses de los accionistas. La práctica internacional muestra que los síndicos no llegan a alcanzar los objetivos de gobernanza y de control interno —que son satisfechos por comités independientes de auditoría en el directorio—. Con excepción de las empresas registradas ante el BCU, los síndicos son empleados rara vez.

Construcción institucional y cumplimiento de la ley

El ente regulador de los mercados de valores, AMV, ha tenido importantes logros, pero requiere que se fortalezcan la normatividad y sus recursos

El Área Mercado de Valores y Control de AFAP (AMV), una sección del BCU, actúa como el ente regulador del mercado de valores del país. Ha emprendido una denodada lucha en contra del incumplimiento, habiendo tenido sus logros más importantes en las áreas de revelación (emitiendo suspensiones inmediatas para los emisores que presentan la información con atraso), y algún avance en la presentación de información por parte de los intermediarios (mediante inspecciones *in-situ* y la insistencia en las cuentas anuales).

Las facultades y recursos con que cuenta el AMV para hacer cumplir la normatividad son limitadas por varias razones:

- La ley no autoriza explícitamente al AMV a imponer multas a los emisores.
- La autoridad y jurisdicción del AMV se superponen con las de las bolsas de valores autorreguladas. Como consecuencia, por ejemplo, las sanciones del AMV a los corredores / negociantes de bolsa (incluida la denegación de la licencia) son postpuestas o son inoperantes.
- La capacidad del AMV de exigir el cumplimiento de la normatividad está también limitada por sus débiles poderes de investigación; por ejemplo, su limitado acceso a los libros y registros de los emisores.
- El AMV no tiene la facultad de resolver las disputas entre accionistas, lo que sería un mecanismo de resolución más barato, rápido y más especializado, comparado con los tribunales.
- El AMV padece de una escasez de recursos en términos de personal, capacitación y presupuesto.

La autorregulación en las bolsas de valores podría ocasionar conflictos de interés

Existen dos bolsas de valores en el Uruguay. La naturaleza autorreguladora de las bolsas, así como sus arreglos institucionales, crean obvios conflictos de interés, sin ser menos importante el desincentivo de las bolsas para sancionar a sus propios dueños / controladores. Como consecuencia, la calidad de los emisores, así como la de los intermediarios financieros —en particular los corredores / negociantes de acciones—, es percibida como baja. La ley permite las transacciones fuera de bolsa de los valores listados.

La supervisión bancaria es fuerte

El Banco Central (BCU) es una entidad autónoma que no está subordinada a ningún ministerio. Su cuerpo de gobierno es seleccionado por el Poder Ejecutivo. Desde el año 2002, el BCU ha realizado importantes avances en lo que se refiere

No existe un ente de supervisión empresarial efectivo

a su eficacia, especialmente en el campo de la supervisión bancaria, con la aprobación de la Ley N.º 17.613 para los bancos, la misma que reformó los procedimientos para la reestructuración y liquidación bancaria, y amplió el rol del BCU en el fortalecimiento del marco de regulación y de supervisión.

No existe un ente de supervisión empresarial, si bien la Ley de Sociedades Comerciales contempla su existencia. El Registro Nacional de Comercio, una dependencia del Ministerio de Educación y Cultura, es el encargado por ley de mantener una base de datos de los estatutos e información básica de las empresas. En la práctica, esta entidad no puede ofrecer mayores detalles de la empresa —fuera del nombre y la dirección—, y no cuenta con recursos para monitorear la calidad de los expedientes o sancionar a las empresas que no cumplen con la presentación. Existen planes para computarizar los datos y para ampliar la recolección de información.

Las sociedades anónimas abiertas y cerradas más grandes presentan estatutos y cuentas anuales ante la Auditoría Interna de la Nación (AIN), un órgano desconcentrado dependiente del Poder Ejecutivo. La reciente aprobación de la legislación (en vigencia a partir de los informes anuales del 2001) contribuye a superar la escasa recopilación de información —los participantes del mercado estiman un cumplimiento de presentación de expedientes de alrededor del 40%—. La AIN tiene facultades para exigir el cumplimiento de la normatividad (*e.g.*, con relación a los estatutos y los procedimientos de las asambleas generales anuales de accionistas), pero sus facultades de sancionar con relación al Registro de Estados Contables no se reglamentaron todavía. Desde la perspectiva de los participantes del mercado, actualmente la AIN no realiza un monitoreo efectivo ni hace cumplir la normatividad de manera efectiva.

Se dispone de varias estrategias para resolver las disputas en el área de valores y finanzas

Las vías para resolver las disputas entre accionistas son comparables con las de otros países de la región. Las decisiones judiciales son imprevisibles debido a la limitada capacitación judicial sobre temas empresariales y financieros complejos. El empleo de un tribunal de arbitraje acelera la solución de las disputas, pero es costoso. El experimento en curso de un tribunal especializado en bancarrota brindará una experiencia útil para decidir si se justifica la creación de un tribunal comercial especializado.

Desarrollo de los mercados de capitales y fortalecimiento de la protección al inversionista

La mayoría de los derechos básicos de los accionistas están vigentes

Las decisiones fundamentales, tales como la modificación de los estatutos, las fusiones y los cambios en el capital, son aprobadas en las asambleas generales extraordinarias de accionistas (AGE). Las ventas de los principales activos empresariales (fuera de las fusiones) no son aprobadas en las AGE, tal como sugieren las mejores prácticas internacionales, en cambio, son delegadas al directorio.

Las regulaciones de la asamblea general anual de accionistas (AGA) son adecuadas, aunque es posible un mayor afianzamiento

La valla del 20% para que los accionistas puedan convocar a una AGE es alta, y podría causar una dificultad indebida para que los accionistas expresen sus opiniones. La entrega de documentos básicos a la AGA con 10 días de anticipación podría no darles el suficiente tiempo a los inversionistas para que estos evalúen los asuntos y voten de una manera responsable e informada. Ayudaría que las empresas entreguen a los accionistas e inversionistas, a solicitud de estos, información más rápida y acuciosa. No existen mecanismos —tal como el voto acumulativo o la representación proporcional— que permitan que los

<i>Los procedimientos de aprobación de las transacciones con partes relacionadas no brindan una suficiente protección al inversionista</i>	<p>accionistas minoritarios tengan una voz y una representación en la gobernanza de la empresa.</p> <p>En ausencia de comités especializados, los directorios están pobremente equipados para controlar de manera efectiva los conflictos de interés y asegurar que tales tratos se den en condiciones de imparcialidad y en términos normales de mercado. Es posible que inclusive las grandes negociaciones nunca sean aprobadas por los accionistas. Para los efectos de la aprobación de negocios relacionados, la definición de una parte relacionada es muy restringida —no incluye a la gerencia o a los propietarios que tienen el control—. Los participantes del mercado informan de un escaso cumplimiento de los procedimientos de aprobación en las salas de reuniones del directorio y en las AGA.</p>
<i>El sistema de liquidación y compensación está por debajo de los estándares mundiales</i>	<p>Las acciones generalmente se emiten al portador, lo que puede crear problemas de inscripción y garantía de la propiedad, especialmente en ausencia de un depositario central y en el contexto de un procedimiento engorroso de registro de acciones. Pareciera haber alguna reticencia a brindar información sobre la identidad de los inversionistas. En el largo plazo, un sistema moderno de registro, liquidación y compensación de valores, es una precondition necesaria para el funcionamiento de los mercados de capital.</p>
<i>Débiles regulaciones de gobernanza corporativa sobre los fondos de fideicomiso, los fondos de inversión y los agentes / corredores de bolsa.</i>	<p>Se han publicado regulaciones detalladas para las AFAP, pero no para los fondos de fideicomiso, los fondos de inversión y, en especial, para los agentes / corredores de bolsa, quienes todavía requieren de mayores y más estrictas regulaciones. Algunas regulaciones reducen los conflictos más frecuentes en el mercado de valores, tales como la prohibición sobre los fondos de pensiones de manejar directamente fondos bancarios, así como la prohibición sobre los bancos y compañías de seguros de invertir en valores patrimoniales. Sin embargo, existen insuficientes estipulaciones sobre conflictos de interés para fondos, administradores de activos, analistas y agentes / corredores de bolsa; <i>e.g.</i>, la ley no regula la manera como los bancos deben conducir las actividades de intermediación o de manejo de activos. No existe una norma sobre revelación de las políticas de votación de los inversionistas institucionales. En términos de la confianza en el mercado de parte de los potenciales inversionistas, los participantes del mercado señalan el efecto negativo de la ausencia de una regulación, supervisión y presentación de información con respecto a la intermediación. Por ley, en teoría las transacciones de intermediación son informadas mensualmente solo a la correspondiente bolsa de valores. Tal limitada capacidad de observación sobre la actividad de intermediación, impide también el control de las negociaciones que cuentan con información privilegiada, e igualmente el control sobre las negociaciones exageradas de los agentes / corredores de bolsa para inflar sus comisiones.</p>
<i>Las negociaciones que cuentan con información privilegiada y las ofertas públicas requerirán una futura regulación</i>	<p>Algunas áreas que son relevantes para mercados de capitales sofisticados se mantienen subreguladas, tales como las negociaciones que cuentan con información privilegiada y las ofertas públicas. En el largo plazo, estas adquirirán importancia (existen planes para regular el tema de las ofertas públicas).</p>
<i>La toma de conciencia sobre la responsabilidad</i>	<p>Las protecciones a los empleados y al medioambiente están presentes en el cuerpo general de la ley, pero se requiere de mayores esfuerzos para garantizar</p>

social empresarial y temas de importancia para las partes interesadas pueden ser promovidos aún más

que las empresas tomen mayor conciencia sobre la responsabilidad social empresarial y los temas importantes para las partes interesadas. Los acreedores disfrutaban de protección bajo la ley; sin embargo, los procedimientos judiciales pueden prolongarse, situación que limita su efectividad.

Recomendaciones

Las áreas clave de desarrollo futuro son: (1) la creación de un sólido ente regulador de valores como una base para un mercado de capital dinámico; (2) el mejoramiento continuo del régimen de revelación para los participantes del mercado financiero; (3) la modificación de la Ley de Sociedades Comerciales (Ley N.º 16.060) para mejorar el acceso de las empresas a fuentes de financiación y para proteger a los accionistas; (4) el mejoramiento del desempeño de los directorios empresariales; (5) el fortalecimiento de los sistemas empresariales de registro y presentación de información; y (6) la modernización del marco legal de valores para estimular el desarrollo de los mercados de capital.

Crear un sólido regulador de valores como una base para un mercado de capitales dinámico

En términos internacionales, las leyes del mercado de capitales tienden a dotar al regulador con mayores poderes que en el caso del Uruguay. Un mercado de capitales dinámico depende de manera crítica de la confianza que tengan los inversionistas y los emisores con respecto a que sus derechos serán protegidos, las regulaciones serán cumplidas y que el mercado funcionará bajo una estricta supervisión. En términos internacionales, la mayoría de países separan las funciones del Banco Central de aquellas del regulador de valores. Si bien los actuales arreglos parecen adecuados, los diseñadores de política del Uruguay deben considerar esta opción en el largo plazo. Provisto que el desarrollo del mercado de capitales es un objetivo estratégico para la economía uruguaya, un sólido regulador del mercado es indispensable para el mercado.

Impulsar los poderes del AMV para hacer cumplir la normatividad

El fortalecimiento de los poderes del Área Mercado de Valores y Control de AFAP (AMV) requeriría de la modificación de la Ley N.º 16.749. Como mínimo, el AMV debe tener la capacidad de imponer multas a los emisores, investigar y acceder a la documentación de la empresa, y revocar las licencias de los agentes / corredores de bolsa como una medida punitiva.

Mejorar los recursos y la capacitación del AMV

El AMV requiere de mejores recursos y de una mayor capacitación de personal para así poder hacer cumplir la normatividad de manera efectiva, estar a la vanguardia del mercado, y responder a nuevos desarrollos y temas complejos. Una evaluación IOSCO —planificada por el Banco Central (BCU)— debe estimular y definir aún más este proceso. Estas medidas elevarán el perfil del AMV de modo que sus esfuerzos puedan alcanzar su pleno potencial para exigir la normatividad y promover la estabilidad del mercado.

Continuar mejorando el régimen de revelación para los participantes del mercado financiero

Mejorar la revelación de la propiedad

La revelación de la propiedad para los emisores, los intermediarios financieros y posiblemente también para las entidades económicamente importantes, debe estar disponible hasta el último nivel de propiedad, incluida una mayor exigencia de revelación de los acuerdos entre accionistas. Las mejoras en la revelación requerirían de modificaciones en las normas del BCU.

Mejorar la presentación

□ Exigir la presencia del auditor externo en las AGA, así como su disponibilidad

de información no financiera, la disponibilidad oportuna de las revelaciones, y simplificar el acceso

para responder las preguntas de los accionistas (normas del BCU y Decreto 253/001).

- Exigir una presentación analítica de los objetivos de la empresa, y un análisis por parte de la gerencia, en los informes anuales de los emisores (normas BCU).
- Verificar la calidad de la información financiera de los emisores, las entidades financieras y los operadores del mercado, algo que es de particular importancia para la confianza del mercado. El AMV debe poner a disposición los estados contables de los intermediarios y operadores en su página *web*. Debe monitorear la calidad y precisión de la información presentada por las entidades y sancionar el incumplimiento (normas BCU).
- Considerar la posibilidad de exigir a las empresas económicamente importantes la presentación de auditorías completas de sus estados contables, así como de los estados consolidados (Decreto N.º 253/001).
- Permitir a las empresas la publicación en línea de sus informes anuales como una alternativa a la publicación en los diarios nacionales (Ley N.º 16.060 §416).

Modificar la Ley de Sociedades Comerciales N.º 16.060 para mejorar el acceso al financiamiento de las empresas listadas y no listadas y proteger a los accionistas

Fortalecer las regulaciones entre partes relacionadas (TPR)

La regulación, aprobación y revelación de las TPR requiere un mayor escrutinio y puesta en vigencia, en la medida que las TPR son mencionadas como una preocupación principal del mercado. Las mejores prácticas sugieren ampliar la definición de “parte relacionada” a los propietarios que tienen el control y a la gerencia ejecutiva, así como a sus familias. Deben prohibirse los créditos relacionados para las empresas no financieras listadas y no listadas.

Regular la aprobación de grandes ventas de activos

Los procedimientos para las grandes ventas de activos actualmente no satisfacen los estándares internacionales ni proporcionan suficiente protección a los accionistas. Las decisiones sobre estas transacciones se beneficiarán de una mayor transparencia en el proceso de evaluación y aprobación, así como de la aprobación por las AGA de las negociaciones más significativas (*e.g.*, 20%), tanto para empresas listadas como no listadas.

Fortalecer los derechos de los accionistas y de las AGA para las empresas listadas y no listadas

- Introducir reglas de representación proporcional para la elección de directores para proteger los derechos de los accionistas minoritarios.
- Disminuir el umbral del 20% requerido para convocar a una AGA (la mejor práctica es 5 a 10%).
- Aumentar el período de 10 días de notificación de la AGA (la mejor práctica señala 30 días).
- Facilitar el procedimiento para incluir temas en el orden del día de la AGA; eliminar la opción de relegar el tratamiento de dichos temas a una asamblea aparte.
- Exigir se proporcione información básica más detallada de la AGA —como por ejemplo el CV de los directores recientemente designados—, para mejorar la toma de decisiones de la AGA.
- La inscripción de los accionistas previa a la AGA, así como la presencia física obligatoria de los accionistas o sus representantes en la AGA, en el largo plazo podrían demostrar ser una barrera indebida para la participación de los

inversionistas en la gobernanza.

Mejorar el funcionamiento de los directorios

Desarrollar lineamientos y materiales de capacitación para los directorios

La capacitación y la formación de los directores y gerentes ejecutivos elevarían la toma de conciencia sobre temas de gobernanza corporativa, y alentarían directorios más activos. Los directores se encuentran inmersos en serias obligaciones, y la familiaridad con sus deberes y responsabilidades es de una importancia fundamental. Tales esfuerzos, por lo general, son canalizados a través de la creación de Institutos de Directores autofinanciados, y de Códigos de Gobernanza Corporativa promovidos y respaldados por organizaciones de apoyo internacional, ONG y universidades. En vez de presentarlos como “solución de problemas”, tales esfuerzos pueden ser lanzados como “impulsores de valores”, y orientados en un marco general de mejoramiento del perfil y prestigio de la empresa, y de un mejor acceso al financiamiento externo y a las oportunidades de inversión. Tales iniciativas son particularmente importantes para el desarrollo dinámico de las sociedades no listadas.

Fortalecimiento de sistema de registro e información de las empresas

Computarizar y difundir los registros de empresas en el Registro Nacional de Comercio (RNC)

Para todas las entidades empresariales, incluidas las empresas no listadas: El RNC debe proseguir con sus planes para computarizar el registro de empresas. De acuerdo con las mejores prácticas, la información de registro debe ser fácilmente accesible. Ampliar las facultades del RNC para que exija efectivamente el cumplimiento de la normatividad (e.g., el poder de des-registrar a las empresas que tienen un estatus de registro latente o inactivo).

Ampliar las facultades de monitoreo y de exigencia del cumplimiento de la normatividad que tiene la Auditoría Interna de la Nación (AIN)

Para los emisores y las grandes empresas no listadas: Otorgarle a la AIN poderes efectivos con relación al Registro de Estados Contables para que haga cumplir la normatividad, monitoree la calidad de la información financiera presentada y sancione el incumplimiento de los requisitos de presentación de información. Tales poderes incluyen medidas punitivas para la presentación de información fraudulenta e inspecciones *in situ* y fuera de planta. La coordinación entre las agencias encargadas de recabar información empresarial es crucial para la exitosa difusión de información de alta calidad y de fácil acceso. Entre las posibles áreas de acción se incluyen la unificación o vinculación de bases de datos en línea, y el intercambio de información entre diferentes agencias supervisoras.

Poner al día el marco estatutario de valores para estimular el desarrollo de mercado de capitales

El gobierno debe poner en práctica cuidadosamente una estrategia de desarrollo del mercado de capitales, en consulta con las partes interesadas (incluidas las bolsas de valores). Los mercados de capital requieren un impulso de desarrollo con el fin de restaurar la confianza de los inversionistas en el mercado y borrar los tristes recuerdos del 2002. Se requieren también esfuerzos para la toma de conciencia acerca de cuestiones de los mercados de capital. Los mercados de capital dinámicos espolearían el desarrollo económico, atraerían inversión local y extranjera, dotarían a las empresas de un acceso adicional al capital, recompensarían las prácticas mejoradas de gobernanza empresarial, y brindarían a las AFAP opciones diversificadas para sus carteras. Dichas iniciativas tendrían una mayor posibilidad de éxito si van de la mano de una creciente protección al inversionista. Tales reformas estimularían también la inversión institucional

Entre los elementos de la estrategia, se podría incluir:

Modernizar las reglas

En el corto plazo, es de primera prioridad emitir regulaciones detalladas para

sobre agentes de intermediación, fondos y otras áreas importantes de regulación

los agentes de intermediación, incluidas una supervisión y una presentación de información más estrictas, lo que impulsaría la confianza en el mercado de los potenciales inversionistas. Los conflictos de interés subsistentes en el mercado de valores requieren ser encarados, especialmente aquellos que involucran a fondos, administradores de activos, analistas y agentes / corredores de bolsa; por ejemplo, la ley no regula la manera como los bancos deben realizar las actividades de intermediación o de manejo de activos. Encarar otras preocupaciones inmediatas referidas a la regulación a través de normas emitidas por la agencia reguladora de valores, tal como sigue. Crear un marco estatutario sólido para fondos de inversión. Fortalecer las regulaciones para fondos de fideicomiso (*e.g.* esclarecer las reglas sobre bancarrota de fideicomisos). Continuar trabajando sobre las regulaciones de custodia y liquidación. Prohibir la negociación fuera de bolsa de valores registrados en las bolsas de valores. En el largo plazo, los inversionistas institucionales deben ser obligados a revelar sus políticas de votación.

Impulsar leyes de absorción y para las negociaciones que cuentan con información privilegiada

- Mejorar las regulaciones de las ofertas públicas y el deslistado. Regular las transacciones que cuenten con información privilegiada, incluidos los períodos en los que está prohibido negociar valores, la definición de una “persona con información privilegiada (*insider*)”, revelación y multas suficientes. Eliminar las actuales sanciones que recaen sobre las empresas por causa de las trasgresiones de las personas que al interior de ellas cuentan con información privilegiada —por ejemplo, las multas por transacciones de las personas con información privilegiada incluyen la suspensión o cancelación de los derechos del emisor a hacer ofertas públicas—.

Modernizar las bolsas de valores

- Los diseñadores de política deberían considerar los conflictos de interés creados por el estatus autorregulador de las bolsas de valores, lo que podría llevar a subpenalizar a los emisores y operadores del mercado en la medida que la bolsa es reticente a perder negocios o enemistarse con las entidades controladoras. El costo de tales conflictos debería ser cuidadosamente sopesado frente a las desventajas de colocar a las bolsas bajo la regulación de un regulador de valores. La cooperación y coordinación entre los mercados bursátiles debería promoverse —las firmas expresan quejas acerca de la duplicidad de costos, el doble listado y las regulaciones paralelas—. Se debería considerar la asistencia técnica a las bolsas de valores, para apoyarlas con capacitación, modernización y minimización de la duplicidad. Se requiere una supervisión de los servicios de guarda, liquidación y compensación, y la eventual desmaterialización de valores.

REVISIÓN PRINCIPIO-POR-PRINCIPIO DE LA GOBERNANZA CORPORATIVA

Esta sección evalúa el cumplimiento del Uruguay con cada uno de los Principios de Gobernanza Corporativa la OCDE. Podrán ofrecerse recomendaciones de política si un principio no llega a un cumplimiento pleno. **Cumplido** significa que todos los criterios esenciales son satisfechos sin deficiencias significativas. **Cumplido en gran medida** significa que se observan solo pequeñas deficiencias, las cuales no plantean interrogantes acerca de la capacidad de las autoridades de su intención de alcanzar el pleno cumplimiento en el corto plazo. **Cumplido parcialmente** significa que si bien el marco legal y regulatorio satisface el principio, las prácticas y el control de su cumplimiento divergen. **Incumplido significativamente** significa que, a pesar del avance, las deficiencias son suficientes para levantar dudas acerca de la capacidad de las autoridades de lograr su cumplimiento. **Incumplido** significa que no se ha alcanzado un progreso significativo hacia su cumplimiento.

SECCIÓN I. GARANTIZAR LA BASE PARA UN MARCO EFECTIVO DE GOBERNANZA CORPORATIVA

El marco de gobernanza corporativa debe promover mercados transparentes y eficientes, ser consistente con el estado de derecho y articular claramente la división de responsabilidades entre las diferentes autoridades encargadas de supervisar, regular y hacer cumplir la normatividad.

Principio IA: El marco de gobernanza corporativa debe desarrollarse tomando en cuenta su impacto en el desempeño económico general, la integridad del mercado, y los incentivos que crea para los participantes del mercado y la promoción de mercados transparentes y eficientes.

Evaluación: Cumplido parcialmente

Mercados de capital. Existen dos bolsas de valores en el Uruguay —la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) y la Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA)—. A fines del 2004, la capitalización del mercado de valores patrimoniales fue de US\$305 millones (2% del PIB), y la liquidez fue baja (índice de rotación del 0.2%)². Las transacciones de valores patrimoniales dieron cuenta del 0.5% del volumen de transacciones. Catorce empresas han registrado valores patrimoniales ante el Banco Central (BCU), tres de las cuales son empresas de propiedad de muy pocos socios y cuyas acciones no se negocian en la bolsa. Es difícil medir con precisión la libre flotación. 27 empresas ofertan bonos, y 28 bancos ofertan certificados de depósito. Desde el 2001, solo ha habido una oferta de valores patrimoniales, y tres nuevas empresas cotizaron sus bonos en el mercado. En contraste, ha habido 5 procesos de deslistado en el mercado de valores durante el mismo periodo, y 23 empresas han deslistado sus bonos³. Los valores listados se benefician de una desgravación impositiva al capital (inclusive al efectivo en el banco se le impone impuestos parcialmente). Existen cerca de 70 corredores / negociantes activos según los registros de la Bolsa de Montevideo. De las cuatro agencias calificadoras que operan en el país, Fitch and Moody's se concentran en valores patrimoniales.

País	PIB per capita 2004	Cap de mercado % PIB 2004	Cap de mercado (\$US millones corrientes) 2004	Volúmenes negociados, índice de rotación (%), 2004	Empresas listadas 2004
Uruguay	3,950	2.1	305	0.2	11
Argentina	3,720	32.1	46,432	17.8	104
Brasil	3,090	70.3	330,347	34.8	357
Chile	4,910	130.2	117,065	12.1	239

Fuente: World Bank Indicadores WDI en línea (mayo, 2005), páginas web de las bolsas de valores del país.

Un mercado relativamente activo de valores de renta fija existió antes del 2002, cuando la inestabilidad de la tasa de cambio y un masivo incumplimiento de pagos redujo el valor de notables emisiones de bono desde \$505 millones a \$185 millones, y el crédito local al sector privado desde un 67% a un 30%⁴. Los fondos de fideicomiso respaldados por una garantía (creados por la Ley de Fideicomisos 2003) se espera que renueven el crecimiento del mercado.

Algunas de las áreas que requieren atención incluyen la protección al inversionista, la revelación y transparencia, la regulación y monitoreo de corredores / negociantes, y la presentación de la información empresarial. La falta de salvaguardas de protección al inversionista, una industria de analistas subdesarrollada o inexistente, así como la falta de comprensión del inversionista acerca de los riesgos potenciales involucrados, continúan disuadiendo la demanda pública por inversiones en valores. También podría existir una percepción de una debilidad normativa que disuade a los participantes del mercado. Los incumplimientos de pago en el pasado han llevado a los inversionistas a evitar los mercados de capitales. Un problema es la reputación negativa que tiene la recaudación de dinero en los mercados de capital, puesto que el mercado de créditos bancarios es percibido como relativamente más estricto y más eficiente. No obstante, la financiación a través del mercado de capitales podría encontrar su nicho ante la ausencia de créditos bancarios de largo plazo, los estrictos requisitos de garantía solicitados por los bancos, así como por la necesidad de los fondos de pensiones de diversificar sus carteras⁵. Una cantidad significativa de fondos uruguayos que salieron del país luego del 2002 también podrían verse atraídos por los altos rendimientos y el desarrollo del mercado, lo mismo que inversiones extranjeras.

Las prácticas de gobernanza corporativa no están muy difundidas en el país, con la posible excepción de un par de empresas y las prácticas adoptadas por bancos multinacionales impuestas por su casa matriz.

Marco de propiedad. De acuerdo a estimados gruesos (la información sobre propiedad no está disponible) tres cuartos de las empresas privadas están controladas por familias y un cuarto por extranjeros. Los inversionistas institucionales locales y los pequeños inversionistas no tienen una presencia significativa en el mercado y, de acuerdo a los estimados, sus acciones corresponden al 1% y al 4%, respectivamente⁶. Los fondos de pensiones son potencialmente los únicos participantes significativos del mercado, pero hasta el momento no han invertido de manera considerable en las empresas listadas. Las estructuras piramidales y las acciones cruzadas no son frecuentes, y en el caso de algunas instituciones financieras las acciones cruzadas están prohibidas. Las EP (*Entes Autónomos y Servicios Descentralizados*) constituyen una porción nada despreciable de la economía, aunque ninguna es listada (algunos bancos EP emiten bonos).

Inversionistas Institucionales. Existen 15 bancos en funcionamiento, con un total de activos de \$12000 millones, y 15 compañías de seguros con activos totales de \$589 millones⁷. Las compañías de seguros, los bancos, las cooperativas financieras y casas financieras no pueden tener acciones en el mercado de valores patrimoniales. No obstante, los bancos pueden invertir en bonos corporativos, como también poseer valores a través de otros instrumentos financieros dentro del grupo bancario. En la actualidad existen muy pocos fondos de inversión en funcionamiento, la mayor parte invertidos en valores extranjeros, y ninguno ha invertido en los valores patrimoniales listados (en el 2002, proliferaron los fondos de inversión, pero no lograron rentabilidad)⁸. Los fondos de fideicomiso se organizan alrededor de algunas empresas de servicios públicos (e.g., UTE), y también han surgido algunos fideicomisos financieros⁹. Existen 4 fondos privados de pensiones —*Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP)*—, creados mediante la Ley N.º 16.713. Las AFAP están autorizadas a invertir hasta el 25% de su cartera en valores listados, no pueden invertir en valores en el extranjero, y pueden poseer hasta un máximo del 10% de las acciones de cualquier empresa dada¹⁰. Las AFAP, cuyas empresas administradoras son de propiedad de los bancos, no son inversionistas institucionales activos, y la primera inversión de las AFAP en valores patrimoniales se dio tan solo recientemente. Solo cerca del 3% de la cartera de fondos de pensiones de alrededor de \$2000 millones es invertido en valores patrimoniales corporativos y en títulos de deuda¹¹.

Principio IB. Los requisitos legales y regulatorios que afectan las prácticas de gobernanza corporativa en una jurisdicción deben ser consistentes con el estado de derecho, transparentes y aplicables.

Evaluación: Cumplido parcialmente

Marco legal empresarial. El Uruguay es un país de derecho civil. El estatuto principal que gobierna a las empresas es la *Ley de Sociedades Comerciales* N.º 16,060 de 1989 (LUSC)¹².

Otras leyes en proceso de reforma incluyen a la ley de secreto bancario, la ley de bancarota, una nueva regulación de las ofertas públicas de acciones (OPA), las regulaciones tributarias, la ley de competencia y la Ley de Fuero Sindical (que regula el despido de trabajadores).

Tipos de empresas. La legislación uruguaya considera las sociedades de responsabilidad limitada y las sociedades anónimas abiertas y cerradas. Las sociedades de responsabilidad limitada tienen un capital máximo de \$50,000, con una posibilidad limitada de transferencia de acciones. Las sociedades anónimas tienen un capital mínimo de \$50,000. Solo las sociedades anónimas abiertas pueden emitir valores ofertados al público. Existen 129,074 microempresas con hasta 5 trabajadores, y 11,663 pequeñas empresas con hasta 20 trabajadores, 2,298 medianas empresas con entre 20-100 trabajadores, y 427 grandes firmas con más de 100 trabajadores¹³. No existen estadísticas sobre el número de empresas de acuerdo al tipo. Existen alrededor de 25 EP importantes (véase Apéndice)¹⁴.

Marco legal de valores. Las empresas deben registrarse ante el BCU para poder emitir valores; dichas empresas están reguladas por la Ley de Mercado de Valores N.º 16,749 de 1996 (LMV) y las normas del BCU¹⁵.

Reglas para la cotización de valores (listado). Las empresas listadas están gobernadas por las reglas de las dos bolsas de valores (BVM y BEVSA), las que son considerablemente equivalentes a las reglas de registro del BCU, y son aprobadas por el BCU¹⁶. Al momento de registrarse en el BCU, las empresas deben presentar un prospecto, estatutos, una nómina de los miembros del directorio y una lista de los principales accionistas, y la fecha de cierre del año financiero¹⁷. Las obligaciones de revelación permanentes incluyen los estados contables anuales auditados, los informes del directorio y del auditor estatutario, las actas de la AGA, la calificación de riesgo anual actualizada, los estados financieros semestrales revisados por un auditor, el prospecto actualizado, los eventos significativos, la información sobre el cumplimiento por el emisor de las obligaciones garantizadas por el emisor, y la posición de los valores.

Códigos. La gobernanza corporativa en el Uruguay se encuentra en sus inicios. No existe un instituto de gobernanza corporativa o un código. Un proyecto del PNUD para desarrollar un código fue ejecutado en el 2002 con la colaboración de Eduardo Villegas, un experto argentino en códigos de gobernanza corporativa, pero el anteproyecto nunca fue llevado a la práctica por el regulador. Otro trabajo acerca de la gobernanza corporativa es realizado, por ejemplo, por el primer fondo de capitales de riesgo del Uruguay, Prosperitas, que se encuentra desarrollando un manual para sus clientes empresariales, y está cooperando con organizaciones internacionales sobre la posibilidad de iniciar un instrumento de capacitación para gerentes y directores.

En el caso de los bancos, entre los planes para impulsar los requisitos de gobernanza corporativa se incluyen las

regulaciones sobre el rol del auditor externo, el rol del directorio, así como la regulación que recomienda a los bancos a revelar sus políticas de gobernanza corporativa¹⁸.

Principio IC. La distribución de responsabilidades entre diferentes autoridades en una jurisdicción debe estar claramente articulada y garantizar que el interés público sea atendido.

Evaluación: Incumplido significativamente

Regulador de valores. El AMV (Área Mercado de Valores y Control de AFAP), una división del BCU, es el regulador de los mercados de capital, así como el supervisor de los fondos privados de pensiones. Su misión es la de propiciar la transparencia, competitividad y autorregulación de los mercados de valores, así como fomentar la adecuada información y revelación para los inversionistas (LMV §20). El directorio del BCU contrata y puede destituir al gerente principal del AMV (véase los detalles sobre la gobernanza del BCU más adelante)¹⁹. El AMV hace las recomendaciones para las principales decisiones al directorio del BCU, incluyendo la redacción de los proyectos de todas las regulaciones relevantes, y ciertos temas son delegados directamente al AMV, tales como la aprobación de los emisores recientemente registrados. Las nuevas regulaciones no han sido consultadas públicamente antes de su adopción (en contraste con las principales leyes, tales como la LMV, que fueron debatidas en público), pero se hallan en curso esfuerzos en esta dirección, y las regulaciones están publicadas en la página *web* del BCU.

El AMV supervisa a las bolsas de valores, los corredores/negociantes, los emisores, las instituciones de registro de valores, los custodios y las agencias calificadoras de riesgo. El AMV puede imponer estándares de regulación mínimos y emitir reglas o instrucciones particulares dirigidas a las bolsas de valores. Más aún, puede emitir advertencias; suspender o cancelar la negociación de valores y el registro de un emisor; imponer multas; así como suspender o cancelar las actividades de las bolsas de valores, sus intermediarios, las instituciones de registro y custodia y las agencias calificadoras de riesgo (LMV §25). El AMV actualmente no tiene un perfil lo suficientemente alto en la comunidad financiera de manera tal que sus esfuerzos para hacer cumplir y mejorar la normatividad sean plenamente reconocidos y efectivos.

El AMV ha impuesto multas a las bolsas de valores; asimismo, ha emitido advertencias acerca de emisores y suspendido las respectivas transacciones; y ha emitido advertencias acerca de agentes / corredores de bolsa. El AMV ha iniciado una acción penal (contra un corredor / negociante), y ninguna acción civil, durante los últimos tres años. Las apelaciones se hacen según el procedimiento general disponible en el caso de las decisiones que toman los entes estatales, ante el Tribunal de lo Contencioso Administrativo²⁰. Las decisiones impugnadas (2-3 casos en los últimos dos años) tienden a ser confirmadas por el Tribunal. La apelación no suspende la ejecución de la decisión, y toma entre 2-4 años. El AMV ha empezado a imponer suspensiones automáticas (dado que por ley no puede imponer multas a los emisores), especialmente cuando se incumple con la revelación, y ha habido 5 suspensiones el año pasado. Se presentaron 9 casos de revelación extemporánea por parte de intermediarios financieros, a los que se les impuso una multa de cerca de \$60/día. Las estadísticas de exigencia de la normatividad del AMV (excluidas las sanciones automáticas) son publicadas en el informe trimestral del BCU sobre el AMV, en la página *web* del BCU.

Regulador bancario. El BCU es una entidad autónoma que no está subordinada a ningún ministerio. El Poder Ejecutivo puede observar y suspender las decisiones del BCU²¹. El cuerpo de gobierno del BCU, un directorio de tres miembros, no es nombrado por un período definido, sino que es elegido con cada cambio de gobierno por el partido que está en el poder, con la aprobación del Parlamento. El directorio del BCU puede ser destituido por el Presidente por causa justificada. Además del AMV, el BCU tiene dos departamentos que supervisan a los bancos / intermediarios financieros (SIIF – Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera), y a las compañías privadas de seguros (SSR – Superintendencia de Seguros y Reaseguros).

Desde el 2002, el BCU ha hecho un progreso significativo con respecto a su efectividad y transparencia, especialmente en el área de supervisión bancaria, con aprobación de la ley de bancos N.º 17.613, la cual reformó los procedimientos para la reestructuración y liquidación de bancos, amplió el rol del BCU (especialmente de la SIIF) en lo que concierne al fortalecimiento de la normatividad y la supervisión. El BCU ha dedicado esfuerzos para mejorar la calidad de los servicios así como el cumplimiento de los requisitos contables y auditoría. Uno de los instrumentos más efectivos empleados en este sentido, es el reglamento del BCU que establece que los bancos deben pedir los estados contables auditados como una de las condiciones para otorgar préstamos. Se requieren más esfuerzos en esta área para alcanzar un alto nivel de control efectivo del cumplimiento de la normatividad a través de todo el sector bancario. La eliminación, a través de todo el sistema bancario por igual, de las debilidades relativas a la exigencia de los requisitos de información para otorgar préstamos, evitará el arbitraje de los prestatarios respecto a los bancos sobre la base del criterio de indulgencia con relación al cumplimiento de los requisitos de presentación de información. La capacitación permanente y la modernización de los recursos permitirían que los departamentos del BCU (AMV, SIIF y SSR) estén a la vanguardia del mercado en respuesta a los nuevos desarrollos, especialmente a los asuntos complejos externos al sector bancario.

Bolsas de valores. Existen dos bolsas de valores autorreguladas en el Uruguay —la Bolsa de Valores de Montevideo (BVM) y la Bolsa Electrónica de Valores (BEVSA). La BVM opera como una asociación civil sin fines de lucro, y sus miembros son agentes / corredores de bolsa. Es gobernada por una Comisión Directiva formada por 7 miembros, elegidos cada dos años mediante elecciones escalonadas. La BEVSA es una empresa con acciones registradas, de propiedad de 27 accionistas, que representan principalmente a bancos. La BEVSA tiene tres mercados: el mercado de valores, el mercado

de préstamos interbancarios y el mercado intercambiario. La BEVSA está gobernada por un directorio conformado por 7 miembros elegidos cada dos años por sus accionistas (LMV §13). La BEVSA tiene también una comisión fiscal conformada por 13 miembros, y tanto el directorio como la comisión tienen reuniones mensuales.

Las bolsas de valores, en tanto entidades autorreguladas, pueden imponer advertencias, multas, o suspensiones y cancelaciones de transacciones²². En varios casos, las bolsas de valores actúan como agentes fiduciarios de emisiones de bonos. Existen obvios conflictos de interés en este conjunto de arreglos, para no mencionar la renuencia de las bolsas de valores a sancionar a sus propios propietarios / controladores. La BEVSA ha suspendido a dos emisores y cancelado las negociaciones de una de ellas en los últimos 3 años. La BVM tiene suspendidos en la actualidad a 4 emisores. La mayoría de ellos se hallan en proceso de liquidación o de incumplimiento. No parece haber habido sanciones disciplinarias. La BEVSA emplea el monitoreo electrónico de las transacciones. La supervisión es manual, y es realizada diariamente al cierre de la bolsa por un equipo de dos personas²³. En total, la BEVSA emplea un equipo de 3 personas para realizar la observación del mercado, y otras dos personas para controlar las necesidades de los emisores. No existe un monitoreo electrónico en la BVM, tampoco existe un departamento efectivamente establecido para exigir el cumplimiento de la normatividad. Se percibe también una debilidad con respecto a la negociación fuera de bolsa de valores listados. El AMV no puede llenar este vacío mediante una supervisión directa debido a limitaciones legales en vez de ejecutar la supervisión de las bolsas a través de sanciones a las propias bolsas.

La fusión de las dos bolsas no ha sido contemplada. Los argumentos basados en la disminución de costos que podría lograrse a través de una fusión, son rebatidos por la premisa de que las bolsas son vistas operando en mercados claramente separados (la BVM con papeles comerciales y valores patrimoniales, y la BEVSA con un alcance más amplio a mercados de capital). Las dos bolsas están cooperando en ciertas áreas, tales como el desarrollo de mercados de capital (e.g., forjando planes de un mercado de futuros), así como en campañas de concientización.

Depositorio central. No existe un depositario central. La BVM contrata un sistema de custodia, compensación y liquidación con un banco —actualmente el contrato es con ABN AMRO Bank, que en noviembre del 2005 estará a cargo del Banco de Nueva York para los valores internacionales, del BCU para los papeles del gobierno (desmaterializados), y del Nuevo Banco Comercial para valores empresariales (físicos)—. La BEVSA no emplea un sistema de depósito, y las transacciones son liquidadas y compensadas por los bancos participantes en forma privada. Tales arreglos son vistos como adecuados, dado el costo excesivo de un depositario central ante las muy limitadas necesidades del mercado de valores corporativos en esta etapa de su desarrollo.

Registrador de empresas. No existe una superintendencia de empresas, no obstante que la LUSC contempla su existencia. El Registro Nacional de Comercio (RNC), dependiente del Ministerio de Educación y Cultura, registra a las empresas y, por ley, está encargado de mantener una base de datos de sus estatutos e información básica (aunque en la práctica los estatutos son depositados en un notario público). Otra información empresarial —tales como la nómina de directores y los representantes legales, incrementos de capital, acuerdos entre accionistas y, en el caso de las sociedades abiertas, las actas de la AGA y la relación de los accionistas asistentes— en la actualidad no es presentada ante el RNC ni hecha pública, aunque para este efecto se ha legislado muy recientemente una provisión que se espera entre en vigencia muy pronto²⁴. Los registros del RNC están a disposición del público por una tarifa nominal (\$15 por hasta 10 nombres de empresas), y consisten esencialmente del nombre de la empresa y su dirección. Existen planes (sujetos a obtener financiamiento) para computarizar la información del período 1995-2005. El RNC no tiene ninguna capacidad de monitoreo ni de exigencia de cumplimiento de la normatividad para garantizar la calidad, validez, oportunidad o disponibilidad de la información. No se tiene un estimado del número de empresas en operación porque los registros son manuales y los anteriores a 1960 son inaccesibles. A través de los estimados del RNC, se calcula que cada año se presentan 4500 registros en promedio (incluidos los derechos de sociedad unipersonal). El RNC está considerando colaborar con la AIN para mejorar la exigencia del cumplimiento de la normatividad.

Auditoría Interna de la Nación (AIN). La AIN es, frente a las empresas privadas, un órgano de control de sus estatutos y de las modificaciones que se les hagan a estos²⁵. Para las entidades económicamente significativas, la AIN también funciona como un registro que mantiene archivada una amplia variedad de información, incluidos datos sobre los órganos corporativos básicos, estatutos, cambios en el paquete de acciones, transformaciones, fusiones, disoluciones anticipadas y liquidaciones. La información no es pública. Adicionalmente, las sociedades abiertas informan sobre el nombramiento y cese del directorio y de los síndicos; la convocatoria a la AGA (la AIN tiende a asistir a las AGA para asegurar el cumplimiento de los procedimientos de ley); las actas de la AGA y materiales básicos, el libro de registro de acciones; estados contables (consolidados) y pruebas de su publicación, y declaraciones de dividendos, dentro del plazo de 30 días posteriores a la AGA. Estas presentaciones posteriores de documentos tampoco están destinadas al escrutinio público, salvo por orden del juzgado²⁶. Las empresas de importancia económica²⁷ presentan, además, información contable periódica (auditada), la cual está a disposición del público mediante el pago de una tarifa de \$10 por empresa (incluidos los estados contables históricos). La reciente aprobación de la regulación (vigente a partir de los informes anuales del 2001) contribuye a superar la escasa recopilación de información. La AIN está facultada para monitorear la validez de los estatutos, así como la suscripción del capital mínimo, pero nunca ha emitido una multa debido a sus limitados recursos, que no guardan relación con un esfuerzo completo de exigencia de la normatividad e inspección. Por ley, las multas tienden a implicar montos pequeños (alrededor de \$40) y no pueden exceder los \$5,000; y el único castigo adicional es una prohibición de distribución de dividendos empresariales²⁸. En el caso de violaciones a la ley, la AIN puede presentar una demanda en el tribunal solicitando la suspensión de los entes corporativos, una acción legal contra los directores o la

liquidación. La AIN también cuenta con facultades para resolver disputas en lo que concierne a los procedimientos de la AGA, intervención que puede ser solicitada por accionistas que controlan por lo menos 10% del capital (LUSC §410, 411). Las facultades de AIN de sancionar con relación al Registro de Estados Contables (decreto 253/001) no se reglamentaron. En opinión de los participantes del mercado, la AIN actualmente no desempeña un rol eficiente de monitoreo y exigencia de la normatividad, y por lo general los accionistas no recurren a ella.

Superposición de funciones de regulación. Existe una cierta duplicidad de esfuerzos y superposición de funciones entre las principales autoridades reguladoras, particularmente las bolsas, el AMV (BCU), y la AIN, además de escasa cooperación e intercambio de información. Las instituciones, por lo general, requieren la misma documentación, la cual las empresas la presentan por separado, en la medida que no existe un mecanismo para compartir información entre las autoridades. El estatus autorregulador de las bolsas también causa una significativa superposición de funciones con aquellas del regulador de valores. Las funciones del BCU con respecto a los bancos están también parcialmente duplicadas con aquellas de las instituciones del mercado bursátil, en lo que se refiere a la emisión de valores de los bancos. La falta de una distribución de responsabilidades clara y articulada entre las diferentes autoridades produce logros más débiles en el cumplimiento de la normatividad, así como costos más altos de regulación.

Principio ID. Las autoridades encargadas de la supervisión, la regulación y de exigir el cumplimiento de la normatividad, deben tener la autoridad, integridad y recursos para cumplir con sus obligaciones de una manera profesional y objetiva. Además, sus decisiones deben ser oportunas, transparentes y cabalmente explicadas.

Evaluación: Incumplido significativamente

Autoridad, integridad y recursos de los reguladores. El BCU es financiado con una asignación presupuestaria. Los ingresos provenientes de tarifas o multas se incluyen en los ingresos generales del BCU, los que a su vez son distribuidos entre los departamentos, incluida el AMV. El AMV tiene un equipo de 22 personas, y su presupuesto no está públicamente disponible. Las remuneraciones del personal del BCU, incluida el AMV, son relativamente altas comparadas con aquellas del sector público, pero no tan altas como las del sector privado. La capacitación de su personal recientemente ha destacado en la agenda del BCU.

Las facultades y recursos del AMV actualmente limitan la efectiva puesta en vigencia de las normas, por las siguientes razones. Primero, mientras que algunas facultades para sancionar que tiene el AMV son conferidas explícitamente por la LMV (véase IC), la ley no autoriza explícitamente al AMV a imponer multas. En la práctica, el asunto es mitigado un tanto por las multas automáticas que impone el AMV por no-revelación, las cuales están autorizadas por las normas del BCU. Otra inquietud son las limitaciones planteadas por la naturaleza autorreguladora de las bolsas de valores, con relación a las facultades punitivas del AMV frente a las entidades reguladas por la bolsa. Específicamente, las sanciones que el AMV impone a los emisores y operadores del mercado (corredores / negociadores) deben esperar la sanción de la bolsa (si alguna), antes de que puedan ser impuestas (LMV §24). Por ley, como parte de sus facultades (LMV §22), el AMV podría dar instrucciones específicas a las bolsas de valores para que impongan sanciones. El control y regulación del AMV sobre las AFAP es mucho más efectivo que su autoridad sobre los corredores / negociadores, por ejemplo, principalmente debido al marco regulatorio establecido de manera clara y estricta y al rol de supervisión del AMV en el caso de las AFAP. El AMV ejerce un monitoreo diario sobre las operaciones de las AFAP, y tiene acceso a todas las transacciones de las AFAP.

Una tercera inquietud con relación a las facultades normativas del AMV, es su capacidad de investigación. El AMV no tiene acceso directo a los libros y registros de los emisores, salvo por orden judicial. En la práctica, no tendría manera de exigir un comparendo judicial de documentos o testigos. Finalmente, el AMV no tiene facultades para resolver disputas entre accionistas, lo que sería un mecanismo de resolución más barato, rápido y más especializado en comparación con un proceso judicial. Un cuarto factor que contribuye al débil marco de exigencia del AMV es la falta de recursos. Por ejemplo, actualmente tiene un equipo de 4 inspectores. Según los propios estimados del AMV, se necesitaría fácilmente triplicar el equipo con el que cuenta actualmente para cumplir a plenitud con las funciones regulatorias y de exigencia de la normatividad.

Tribunales. Los conflictos empresariales son oídos en los juzgados civiles, y se apelan a dos niveles —la Corte de Apelaciones y la Corte Suprema—. No existe una corte comercial especializada. Una corte especializada, recientemente creada para asuntos de bancarrota, debe todavía probar su efectividad en la práctica. Los procedimientos judiciales son relativamente lentos y costosos para los accionistas, y son empleados para obtener el apalancamiento a fin de lograr un acuerdo extrajudicial. Un litigio comercial puede tomar entre 3 y 4 años, incluidas las apelaciones²⁹. En opinión de los participantes del mercado, lo impredecible de las decisiones judiciales, especialmente en casos comerciales y financieros complejos, es considerado como la característica más dañina del proceso de litigio. Se ha incluido en los planes del gobierno esfuerzos de capacitación para jueces, y algunos han sido realizados hasta el momento por la Asociación de Magistrados, en colaboración con algunas universidades, pero no tienen un carácter obligatorio, y han sido esporádicos.

Los clientes internacionales tienden a tener una cláusula de arbitraje como respuesta a estos temas; sin embargo, el arbitraje es costoso para la mayoría de empresas locales. El arbitraje comercial es ofrecido por el Centro de Conciliación, el cual también ambiciona adquirir importancia regional. La resolución de las disputas es rápida —en un plazo de 120 días— pero costosa. La realizan tres árbitros especializados en temas comerciales y financieros complejos, que por lo general cuentan con una considerable formación y antecedentes profesionales en el mundo de los negocios. Dado que solo algunas

empresas extranjeras incluyen cláusulas de arbitraje en sus contratos, los casos son realmente escasos —durante los últimos tres años, se han presentado cerca de 30 casos, ninguno de los cuales correspondió al área de mercado de capitales—.

País (región)	Número de procesos judiciales para exigir el cumplimiento de un contrato	Plazo (días)	Costo (% de la deuda)
Uruguay	39	620	25.8
América Latina y el Caribe	35.5	461.3	23.3
OCDE: Ingreso alto	19.5	225.7	10.6

Fuente: *Doing Business 2006*, Indicadores en línea del Banco Mundial.

SECCIÓN II: LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS Y LAS FUNCIONES CLAVES DE LOS PROPIETARIOS

El marco de la gobernanza corporativa debe proteger y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas.

Principio IIA: El marco de la gobernanza corporativa debe proteger los derechos de los accionistas. Los derechos básicos de los accionistas incluyen el derecho a:

Evaluación: Cumplido parcialmente

(1) Métodos seguros de registro de la propiedad	<p>Las acciones pueden emitirse a nombre del portador o ser nominales, pero las acciones nominales no son frecuentes en las empresas listadas. En el caso de cierto tipo de empresas, las acciones deben ser nominales, pero el registro es engorroso³⁰. Parece existir una renuencia general a brindar información acerca de la identidad de los propietarios que están detrás de la negociación de acciones. La evidencia legal de la propiedad para acciones al portador es el certificado del título y, para las acciones nominales, el endoso del título y su inscripción en el Libro de Registro de Acciones. En la práctica, los bancos custodios tienden a guardar los certificados físicos.</p> <p>No existe un Depositario Central. En noviembre del 2005 se dieron los primeros pasos para regular las Cajas de Valores, las cuales tienen a su cargo las funciones de depósito, custodia, registro, compensación y liquidación de valores (Circular N.º 1941, BCU). El concepto de propiedad nominal no está reconocido. Los bancos que mantienen en custodia las acciones lo hacen a nombre del verdadero propietario, puesto que están prohibidos por ley a mantener las acciones a nombre del banco (Ley N.º 15.322 §18). La ausencia de un sistema moderno de mantenimiento de registros es probable que presente un obstáculo importante para el crecimiento del mercado.</p>
(2) Traspasar o transferir acciones	<p>Los bancos custodios son utilizados en lugar de una institución central de compensación/liquidación. Antes de la transacción, la BVM exige el depósito y el pago de los valores. Los valores son depositados a nombre de la bolsa de valores, y los agentes / corredores de bolsa que tienen los valores a nombre de sus clientes, cada día calculan manualmente su valor neto al cierre de las cotizaciones de la BVM. Las transacciones realizadas en la BEVSA son liquidadas y compensadas por las partes en forma privada. El sistema de transacciones SIOPEL, empleado en la BEVSA, permite liquidar una transacción siempre y cuando la contraparte tenga crédito suficiente para cubrir el riesgo crediticio y el riesgo de precio. La velocidad de liquidación de las transacciones es desigual.</p> <p>Las acciones listadas son de libre transferencia.</p>
(3) Recabar información relevante y significativa acerca de la empresa de manera oportuna y regular	<p>A través de la página <i>web</i> del BCU se puede acceder a una información relativamente detallada sobre los bancos y los emisores. Desde el 2001, la AIN cuenta con algunos estados financieros (incompletos) de las empresas más grandes. La información que el RNC tiene acerca de las empresas es incompleta. La información sobre la propiedad por lo general no está disponible (véase VA, VE).</p> <p>Por ley, los accionistas pueden solicitar a la empresa la relación de miembros del directorio y el síndico; las actas de las Asambleas Generales Anuales; la relación de accionistas que asistieron a la última Asamblea General Anual; y los estados financieros, así como la memoria anual del directorio y del síndico (LUSC §95, 96, 321). En la práctica, las empresas cumplen con estos requisitos, en la medida que ha existido un precedente judicial bien establecido con relación a las solicitudes de información de parte de los accionistas minoritarios, y teniendo en cuenta que los costos judiciales son afrontados plenamente por la empresa. Existe la percepción de que los accionistas</p>

	minoritarios hacen uso de esto como una táctica para impedir la absorción. Sin embargo, al proporcionar información, las empresas tratan de demorar el proceso, establecen altos costos por las copias y el trabajo notarial, o proporcionan una copia no oficial de la información.
(4) Participar y votar en las Asambleas Generales de Accionistas	Los accionistas con acciones ordinarias pueden asistir y votar en las Asambleas Generales Anuales. Para votar, los estatutos pueden requerir un número mínimo de acciones, que no pueden exceder a diez. Los accionistas preferenciales pueden asistir a las Asambleas Generales Anuales, y pueden tener derechos de voto restringido, pero pueden votar sobre asuntos relacionados a los derechos de las acciones preferenciales (LUSC §323(3)). Las Asambleas Generales Anuales cuentan con escasa asistencia.
(5) Elegir y destituir a los miembros del directorio	Proceso. Las acciones ordinarias tienen derecho a elegir, remunerar y destituir a los miembros del directorio y a los síndicos (LUSC §342, 337, 381). Voto acumulativo/representación proporcional. La ley deriva este asunto a los estatutos. Cuando existen series de acciones, o acciones preferenciales, los estatutos pueden estipular que cada una de ellas elija uno o más directores (LUSC §356, 377).
(6) Participar de los beneficios de la empresa	La AGA aprueba la distribución de dividendos ³¹ . El dividendo mínimo obligatorio es 20 por ciento de las ganancias netas, el mismo que puede ser reducido solo con el 75 por ciento de los votos de la AGA y el consentimiento del síndico. No se puede pagar ninguna compensación que implique una participación en las ganancias hasta que el dividendo mínimo obligatorio se haya pagado. La AGA puede incrementar los dividendos propuestos, asumiendo que la ganancia anual sea positiva. En la práctica, los accionistas mayoritarios tienden a emplear los salarios (lo cual es información privada), no los dividendos, para compensarse a sí mismos por sus inversiones en la empresa. Los dividendos no son distribuidos con frecuencia y no son significativos, especialmente en la pasada década de recesión económica.
Principio IIB. Los accionistas deben tener el derecho a participar en, y estar lo suficientemente informados acerca de, las decisiones concernientes a los cambios empresariales fundamentales, tales como:	
Evaluación: Cumplido parcialmente	
(1) Modificaciones a los documentos de gobierno de la empresa	Las decisiones sobre cambios en los estatutos se toman en las AGE. El quórum de la AGE es de 60%, y las decisiones requieren una mayoría del capital con derecho a voto, no de votos presentes. La modificación debe presentarse ante el RNC y publicarse en el diario oficial u otro periódico, y debe comunicarse a la AIN ³² . La discrepancia o ausencia confieren el derecho de retiro en las sociedades anónimas cerradas (pero no en las abiertas).
(2) Autorización para la emisión de nuevas acciones	Aumento de capital social. El capital autorizado se modifica en una AGE por mayoría absoluta de todos los votos (no solo de aquellos presentes). No existe un plazo fijo para que los directorios emitan el capital hasta este límite, y no se requiere la aprobación de la AGA para la emisión de capital dentro de los límites del capital autorizado. Derechos preferentes de suscripción. Los accionistas tienen derechos preferentes de suscripción, a los que pueden renunciar solo "por el interés de la empresa" en una AGE, en el caso de (1) acciones pagadas en especies, o (2) acciones que son entregadas como pago de obligaciones preexistentes, o (3) una contribución en dinero que es absolutamente necesaria para el desarrollo del negocio corporativo o para asegurar la solidez financiera de la empresa ³³ . Los accionistas con opiniones discrepantes tienen derecho al retiro de sus acciones.
(3) Transacciones extraordinarias, incluida la venta de los principales activos de la empresa	Venta de los principales activos empresariales. Las fusiones se aprueban en una AGE por mayoría absoluta de todos los votos (no solo de aquellos presentes), y por el síndico ³⁴ . Sin embargo, la venta de activos no está sujeta a la aprobación de los accionistas, y la decisión puede ser tomada por el directorio sin una limitación por el monto de la transacción.
Principio IIC: Los accionistas deben tener la oportunidad de participar efectivamente y votar en las Asambleas Generales de Accionistas y deben ser informados acerca de las reglas, incluidos los procedimientos de votación, que gobiernan las Asambleas Generales de Accionistas.	

Evaluación: Cumplido parcialmente	
(1) Información suficiente y oportuna acerca de la fecha, lugar, agenda y temas a ser decididos en la Asamblea General	<p>Fecha límite para la Asamblea. El directorio debe convocar a la AGA dentro de los 180 días del término del año fiscal. La AGA puede ser convocada por el síndico, el 20% de los accionistas, la AIN o el poder judicial. Las AGA debe llevarse a cabo en la misma ciudad donde está la sede de la empresa (LUSC §340, 344).</p> <p>Convocatoria. La convocatoria a la AGA debe realizarse con una anticipación no menor de 10 días hábiles y no mayor de 30 días calendarios. La convocatoria se publica durante 3 días en el diario oficial y en otro periódico. Para las sociedades anónimas cerradas, la convocatoria a la AGA puede hacerse a través de citación certificada a los accionistas en sus domicilios —registrados por ellos en la empresa—. La segunda citación deberá hacerse dentro de los 30 días de realizada la primera convocatoria, o los estatutos pueden autorizar la realización simultánea de ambas citaciones, y la segunda asamblea tendrá lugar una hora después de la primera (LUSC §344-8).</p> <p>Información disponible. La convocatoria incluye la naturaleza de la asamblea (ordinaria, extraordinaria o especial), la fecha, el lugar, la hora, el orden del día, y la instancia que realiza la convocatoria. La empresa debe proporcionar a los accionistas, en su sede, 10 días antes de la asamblea: los estados contables, la memoria anual del directorio y del síndico, la declaratoria de dividendos (LUSC §95, 96). La información detallada de la administración y del directorio no está a disposición de los accionistas y, en la práctica, en la AGA a los accionistas no se les proporciona los antecedentes, más allá de la lista de los miembros del directorio propuestos para su elección. Los estatutos pueden establecer una fecha previa cercana a la AGA, en la que los accionistas deben depositar sus acciones a fin de poder ser admitidos en la Asamblea (LUSC §350). Dado que las acciones son al portador, no hay un domicilio en el cual los accionistas no registrados puedan recibir información acerca de la AGA. La asistencia a la AGA es baja o inexistente, fuera del grupo central que ejerce el control, y existen unas pocas empresas con accionistas minoritarios, de manera que los propietarios mayoritarios tienden a monopolizar las asambleas.</p> <p>Reglas del quórum. El quórum está constituido por la mitad más uno del capital con derecho a voto para la primera citación; no existe un quórum establecido para la segunda citación; la mayoría simple toma las decisiones. El quórum de la AGE es de 60% en la primera citación, 40% en la segunda citación, y no existe quórum establecido para la tercera citación. Las decisiones fundamentales requieren una mayoría del capital con derecho a voto, y no de los votos presentes³⁵. Los votos blancos y las abstenciones son considerados como votos en contra. La ley exige que los accionistas o sus representantes estén físicamente presentes a fin de emitir su voto (LUSC §354, 355, 362).</p>
(2) Oportunidad de hacer preguntas al directorio en la Asamblea General	<p>Colocando temas en la agenda. Los asuntos no incluidos en el orden del día no son oídos en la AGA, excepto algunos temas tales como la destitución o responsabilidad de los miembros del directorio o del síndico³⁶. La interpretación legal del derecho del 20% de los accionistas a solicitar una AGE repercute en la propuesta de los accionistas de colocar temas en la agenda; sin embargo, el directorio tiene 40 días para cumplir con la solicitud, y puede, por tanto, optar por citar a otra asamblea aparte para discutir los nuevos temas, y no incluirlos en el orden del día de la asamblea que está por realizarse.</p> <p>Preguntas. Los accionistas comunes y preferenciales pueden hacer preguntas (LUSC §319, 323). El síndico brinda opiniones sobre cualquier propuesta de modificación de estatutos, distribución de dividendos, fusión, transformación, escisión, y modificaciones en el capital. El 5% de acciones pueden solicitar información adicional al síndico (LUSC §95, 96, 321, 402).</p>
(3) Efectiva participación de los accionistas en decisiones importantes sobre gobernanza, incluidas las políticas de remuneración del directorio y de los ejecutivos claves	<p>Los estatutos pueden establecer la remuneración del administrador y del directorio. De lo contrario, la AGA aprobará un monto total de remuneración, que no excederá el 10% de las ganancias en el caso de un único administrador, y el 25% en el caso de un directorio. El pago se limita al 5% de las ganancias en años cuando no hay distribución de dividendos, y se incrementa proporcionalmente a la cantidad de dividendos distribuidos (LUSC §342, 385). En la práctica, el pago al directorio no es asignado dado que los miembros del directorio son remunerados como ejecutivos o mediante otras fórmulas. El pago a la administración (la cual, por lo general, ocupa un lugar en el directorio) es determinado por el directorio, y no se revela a, ni es aprobada por, la AGA.</p>
(4) Capacidad de votar	Regulaciones sobre los representantes. Los accionistas pueden designar un

personalmente o en ausencia	representante ante la AGA, el mismo que no puede ser un administrador, síndico, ejecutivo u otro empleado de la empresa. Se necesita un poder notarial para el representante, a menos que sea por una sola AGA (LUSC §351). Voto por correo y voto electrónico. El voto por correo o electrónico no está permitido; la ley exige la presencia física de la parte votante o la de su representante en la AGA. (LUSC §340).
Principio IID: Se deben revelar las estructuras o convenios de capital que permiten a ciertos accionistas ejercer un control desproporcionado en contraposición a su participación accionaria.	
Evaluación: Incumplido significativamente	
<p>Clases de acciones. Existen dos clases de acciones: ordinarias y preferenciales, aunque las últimas no son comunes en la práctica. Las acciones ordinarias, por ley, tienen derecho a un voto; no se permiten votos múltiples. Las acciones preferenciales pueden no tener derecho a voto, excepto cuando sus derechos se ven afectados y gozan de preferencia en la liquidación, pero, por ley, no cuentan con protecciones especiales para los dividendos³⁷. Las acciones cruzadas y las estructuras piramidales no son frecuentes. No existen las acciones doradas o con derecho a veto.</p> <p>Revelación sobre la propiedad por parte de las empresas. La revelación sobre la propiedad por parte de las empresas listadas no es exigida por ley. En el caso de ciertos intermediarios financieros (bancos, fondos de pensiones, fondos de inversión y compañías de seguros), la información sobre la propiedad a partir de la fuente original es recabada y publicada por el BCU, y debe ser incluida en los estados contables³⁸. Los emisores revelan el número de las acciones autorizadas y emitidas (integradas o no); su valor nominal, si lo tuviera; sus derechos; acciones mantenidas en custodia o por subsidiarias o empresas asociadas; acciones reservadas para emitir las según opciones o acuerdos de venta, señalando las condiciones y cantidades. Una vez registradas en el BCU, los emisores presentan una lista de los “principales” accionistas (el concepto no está definido en la ley) si estos tienen acciones registradas, y los acuerdos de los accionistas si dichos acuerdos están registrados en la empresa. Las acciones al portador, las cuales no están inscritas en ningún libro de registro de acciones, son casi siempre utilizadas. Las empresas presentan anualmente ante la AIN sus libros de registros de acciones, si cuentan con uno. Los accionistas pueden solicitar a la empresa la lista de accionistas que se inscribieron y la de aquellos que asistieron a la última AGA (LUSC §95, 96, 321). Sin embargo, no existe una obligación periódica de revelar la propiedad públicamente.</p> <p>Revelación sobre la propiedad por parte de los accionistas. Si bien es difícil obtener una clara imagen formal de los propietarios definitivos e incluso de los propietarios directos de algunas empresas listadas, anecdóticamente, las partes que ejercen el control son conocidas por la comunidad empresarial.</p> <p>Revelación de los acuerdos entre los accionistas. Los acuerdos entre los accionistas son usuales. Estos deben ser revelados únicamente si los firmantes desean que el acuerdo se haga efectivo ante la empresa o terceras partes. En este caso, el acuerdo es depositado dentro de la empresa, registrado en los certificados de acciones o en el libro de registro de acciones, y también se informa al BCU. Las acciones afectadas por un acuerdo de accionistas no pueden ser negociadas en el mercado bursátil³⁹.</p>	
Principio IIE: Los mercados de control societario deben funcionar de una manera eficiente y transparente.	
Evaluación: Incumplido significativamente	
(1) Reglas y procedimientos transparentes y justos que gobiernan la adquisición del control societario	<p>Descripción básica del mercado para el control societario. No existen normas legales para las licitaciones públicas y ofertas públicas de adquisición, aunque existen planes para regular estos asuntos. El mercado de control societario local no es dinámico debido a la concentración de la propiedad y al limitado tamaño del mercado. El sector bancario puede estar de alguna manera protegido de ciertas adquisiciones extranjeras. Existen algunas limitaciones formales para la propiedad extranjera en algunos sectores claves⁴⁰. Los cambios que han ocurrido en el control societario han tenido lugar fuera del mercado de valores, ofreciéndoles de este modo a los accionistas mayoritarios mejores condiciones que a los inversionistas minoritarios⁴¹.</p> <p>Reglamentos para las licitaciones públicas / reglamentos para las ofertas públicas de adquisición. Las fusiones requieren una aprobación de la AGE por mayoría absoluta del capital con derecho a voto, así como la preparación de un conjunto de estados contables para propósitos de la fusión, y un acuerdo de las empresas que se fusionan. Durante diez días se publica en el diario oficial y en otro periódico una síntesis del acuerdo, para informar a los acreedores de la empresa transformada (LUSC §125, 126). El acuerdo final es luego presentado al RNC. Las adquisiciones dan lugar al derecho de retiro de las acciones cuyo valor se fijará conforme al valor del patrimonio neto (la ley no especifica si este es un valor en libros o un valor de mercado) (LUSC §154).</p> <p>La Ley de Defensa de la Competencia (N.º 17,243) no estipula ninguna restricción sobre</p>

	<p>los cambios en el control. El Parlamento está evaluando una reforma a la actual legislación sobre la competencia, que establece la aprobación para algunas fusiones, así como la creación de una instancia especial, la Dirección de Comercio del Ministerio de Economía. La transferencia de acciones de algunas empresas está sujeta a autorizaciones previas de las autoridades reguladoras (e.g., bancos, compañías de seguros y AFAP)⁴².</p> <p>Procedimientos de deslistado / Salida de bolsa. No está regulado el procedimiento de deslistado de valores de la bolsa a través de una oferta pública no está regulado. La conversión de una sociedad anónima abierta en una cerrada requiere la aprobación de la AGE por la mitad del capital con derecho a voto. La ley exige que una sociedad anónima haya sido abierta por lo menos durante 5 años antes de convertirse en una sociedad anónima cerrada. Los accionistas disidentes tienen el derecho al retiro de sus acciones (LUSC §249).</p> <p>Cláusulas sobre exclusión de accionistas minoritarios. La ley no incluye cláusulas sobre exclusión de accionistas minoritarios ni sobre el derecho de venta de los accionistas minoritarios a los mayoritarios.</p> <p>Abuso de recompra de acciones / Acciones recompradas por la sociedad emisora y listas para ser vendidas nuevamente. La empresa podrá recomprar sus acciones solo en los siguientes casos. Primero, cuando las acciones constituyen activos de un establecimiento comercial adquirido o incorporado por la empresa. Segundo, en circunstancias excepcionales, para evitar perjuicios graves. Tales circunstancias deben ser justificadas por el directorio en la siguiente AGA, demostrando la urgencia de la medida. La adquisición debe realizarse con las ganancias netas o las reservas libres, sin reducción del capital integrado. En ambos casos las acciones adquiridas serán revendidas en el término de un año, aplicando derechos preferentes. Los derechos correspondientes a estas acciones quedan suspendidos hasta su enajenación (LUSC §314).</p>
(2) Dispositivos "anti-absorción"	Los dispositivos anti-absorción no están regulados por ley, y no son usados.
<p>Principio IIF: El ejercicio de los derechos de propiedad de parte de todos los accionistas, incluyendo los inversionistas institucionales, debe ser facilitado.</p>	
<p>Evaluación: Incumplido significativamente</p>	
(1) Revelación acerca de la gobernanza corporativa y de las políticas de elección de parte de los inversionistas institucionales.	<p>Obligaciones generales sobre el voto / revelación de las políticas de votación. El tema no está regulado en el caso de fondos de inversión y de administradores de activos. Para un conjunto muy limitado de circunstancias, existen reglas establecidas que exigen la revelación de las políticas de votación de las AFAP al BCU⁴³. Los inversionistas institucionales son una pequeña porción de la base de accionistas, y no participan activamente en la gobernanza corporativa, y hasta ahora no han buscado ocupar un lugar en el directorio.</p> <p>Bloqueo de acciones / fecha de inscripción. Los estatutos pueden especificar una fecha de inscripción en la que los accionistas necesitan registrarse a fin de votar en la AGA, pero las acciones no están impedidas de ser negociadas.</p>
(2) Revelación del manejo de conflictos de interés significativos de parte de los inversionistas institucionales	No está estipulada la revelación por conflicto de intereses. Ciertas regulaciones intentan reducir los conflictos. Por ejemplo, los fondos de pensiones no pueden invertir en valores emitidos por sus accionistas, y no pueden administrar fondos bancarios directamente. Los bancos y las compañías de seguros no pueden invertir en valores patrimoniales (de manera que, por ejemplo, un banco necesita crear un fondo de inversión o un fondo de fideicomiso como subsidiario a fin de llevar a cabo actividades de inversión) ⁴⁴ .
<p>Principio IIG: A los accionistas, incluidos los accionistas institucionales, se les debe permitir consultar entre sí acerca de temas relativos a sus derechos básicos de accionistas, tal como queda definido en los principios, sujeto a excepciones para prevenir abusos.</p>	
<p>Evaluación: Cumplido parcialmente</p>	
<p>Reglas referidas a la colaboración de los accionistas en la designación / elección del directorio. No existen reglas especiales.</p>	

Reglas acerca de la comunicación entre accionistas minoritarios. No existen reglas especiales. Los accionistas minoritarios son poco comunes.

Solicitud de representación y otras formalidades exigidas. No han existido regulaciones o prácticas al respecto.

Reglas acerca de la comunicación entre inversionistas institucionales. No existen reglas especiales, ni tampoco inversionistas institucionales activos.

SECCIÓN III: EL TRATO EQUITATIVO A LOS ACCIONISTAS

El marco de la gobernanza corporativa debe garantizar el trato equitativo a todos los accionistas, incluidos los accionistas minoritarios y extranjeros. Todos los accionistas deben tener la oportunidad de obtener una reparación efectiva por la violación de sus derechos.

Principio IIIA: Todos los accionistas de la misma serie de una clase deben ser tratados con equidad.

Evaluación: Cumplido parcialmente

(1) Igualdad, justicia, y revelación de derechos dentro y entre clases de acciones.

Disponibilidad de información sobre la clase de acciones. De acuerdo a las NIIF, los emisores deben revelar en la memoria anual el número de acciones autorizadas y emitidas, así como sus derechos. Los derechos de las acciones también se encuentran en los estatutos, los cuales deben ser presentados a la AIN en el caso de las empresas, y ante el RNC para otro tipo de empresas (LUSC §7, 10; Ley 16.871). El RNC no hace públicos los estatutos.

Iguals derechos entre las clases. La LUSC exige un tratamiento igualitario para los accionistas de la misma clase (LUSC §296, 307, 322, 323). En la práctica, un ejemplo de violación de ese principio es el tratamiento dado a los inversionistas minoritarios durante las fusiones fuera del mercado bursátil.

Aprobación de los cambios en los derechos de votación por parte de las clases afectadas de manera negativa. Los cambios en los derechos de las acciones comunes o preferentes requieren una aprobación de la clase respectiva (LUSC §349).

(2) Protección a los accionistas minoritarios frente al abuso de los accionistas mayoritarios; reparación a la minoría

Los accionistas tienen diversas posibilidades de reparación pero que no brindan una reparación adecuada.

Capacidad de convocar a asamblea. El síndico puede convocar a una Asamblea General Anual. Los accionistas con el 20% del capital pueden solicitar al directorio o al síndico que convoquen a una asamblea, la que debe entonces ser convocada dentro de los 40 días calendarios. En caso de no producirse, cualquier miembro del directorio, o el síndico, puede convocar a la Asamblea, y también lo puede hacer la AIN y el poder judicial (LUSC §344).

Incumplimiento del pago de dividendos. Las demoras o incumplimientos en el pago de dividendos autorizadas por la Asamblea General Anual ponen a los accionistas en la posición de acreedores, y permiten a cualquier accionista entablar una demanda ordinaria para recuperar los montos adeudados.

Capacidad de inspeccionar los libros. Los accionistas pueden demandar por vía judicial, la entrega de información a la que tienen derecho los accionistas, con la posibilidad de imponerle multas a la empresa por cada día de demora. Un 10% de accionistas que denuncian actos contrarios a la ley o a los estatutos pueden solicitar al poder judicial la información empresarial que no es pública.

Derechos de retiro. Los accionistas discrepantes tienen el derecho a rescindir luego de una modificación en los documentos de creación de la empresa, un cambio en el capital, en el tipo de entidad empresarial, objeto del negocio, una fusión, un cambio de domicilio de la empresa, o un cambio en el periodo de existencia de la empresa (LUSC §249). El valor de los derechos de retiro se establecen de acuerdo al valor del patrimonio neto, aunque la ley no especifica si es el valor en libros o de mercado (LUSC §154).

Capacidad de objetar las resoluciones de los accionistas. Los accionistas que votan en contra, o se abstienen de votar en relación con las resoluciones de la AGA, pueden objetar la resolución ante el poder judicial, de ser aquella contraria a la ley o a los estatutos, o en caso dañen los intereses de la empresa o violen los derechos de los accionistas⁴⁵.

Reparación judicial. Los accionistas tienen una demanda directa contra la empresa por daños. La demanda derivada exige que los accionistas agoten todos los mecanismos

	<p>internos, y que hayan propuesto la acción a la asamblea de accionistas (LUSC §391-4). Se puede presentar una acción derivada contra un director (por estados contables falsos, violación de la ley, abuso de funciones, dolo o negligencia grave, o violación de los deberes de cuidado y lealtad, así como en contra de una resolución del directorio autorizando una transacción en beneficio propio), contra un síndico, o terceras partes fuera de la empresa (Código Civil §1319). Han ocurrido estos casos, y en la práctica son frecuentemente empleados para ganar poder de negociación frente a un acuerdo, antes que para buscar la resolución judicial de la disputa.</p> <p>Reparación de la AIN. Un 10% de los accionistas puede solicitar a la AIN que esté presente en la AGA cuando esto se justifica debidamente. Para las sociedades anónimas abiertas la presencia de la AIN es obligatoria. Un 10% de los accionistas puede solicitar a la AIN una supervisión especial en el caso de actos de la empresa reñidos con la ley o los estatutos (incluyendo el no pago, o demora en el pago de los dividendos declarados). La exigencia del cumplimiento de parte de la AIN es solo en lo referido a temas de procedimientos de la AGA. La AIN también puede remitir asuntos de los accionistas minoritarios al poder judicial.</p> <p>Reparación de parte del regulador. La reparación de parte del BCU (AMV) ha sido limitada, debido tanto a una debilidad normativa como a restricciones de recursos. Por ley, los accionistas pueden informar sobre infracciones a la LMV ante el BCU (AMV), quienes pueden tomar acciones o referir el caso a la corte (un caso criminal como este fue iniciado contra un intermediario / corredor de bolsa). La exigencia del cumplimiento de la normatividad por la bolsa de valores es escasa y pasiva, y por ley no ocurre en respuesta a las demandas de los accionistas.</p>
(3) Voto de la entidad custodia por instrucción de los propietarios beneficiarios	La ley no regula la provisión de información de parte de los bancos custodios sobre las opciones de los accionistas para el uso de su derecho al voto. En la práctica, tales arreglos no son frecuentes. Los votos en blanco o de abstención son considerados como votos en contra (LUSC §356). Los votos de los accionistas que no están presentes no son automáticamente contabilizados a favor de la gestión.
(4) Los obstáculos para la votación transfronteriza deben eliminarse	La votación transfronteriza no está regulada, y no es frecuente en el Uruguay. No existen acciones de empresas uruguayas cotizadas fuera del país.
(5) Trato equitativo a todos los accionistas en las Asambleas Generales Anuales	Las acciones preferenciales, que no son frecuentes, pueden verse privadas de su derecho al voto, excepto en lo que respecta a cambios en sus derechos. En la práctica, los socios que trabajan en la empresa tienden a usar los salarios, y no los dividendos, para compensarse ellos mismos por su inversión en la empresa, excluyendo a los inversionistas minoritarios.
Principio IIIB: Las negociaciones en base a información privilegiada y las negociaciones abusivas, en beneficio propio, deben estar prohibidas.	
Evaluación: Incumplido significativamente	
<p>Normas básicas de negociación en base a información privilegiada. Los emisores o intermediarios que hacen uso de la información confidencial o no publicada, obtenida a través de su posición y no disponible para el mercado, con el propósito de obtener ventajas en las transacciones de valores, están sujetos a sanciones administrativas de parte del BCU (LMV §6, 25; Código Civil §1319). En la ley no existen prohibiciones directas contra quienes cuentan con información privilegiada.</p> <p>Revelación de negociación que cuentan con información privilegiada. Ni la propiedad ni la negociación de acciones que cuentan con información privilegiada están sujetas a revelación.</p> <p>Sanciones criminales / civiles / administrativas. En el caso de los emisores, las sanciones incluyen la suspensión e incluso la cancelación de la autorización otorgada para hacer ofertas públicas. Sin embargo, no existe sanción para una persona realmente culpable de una transacción ilícita en base a información privilegiada. En el caso de los intermediarios, las sanciones incluyen multas que llegan a los US\$ 600,000, la suspensión o la cancelación de sus actividades. Existe una responsabilidad civil adicional que puede ser aplicable en actos indebidos que dañen a otra entidad. Las transacciones ilícitas en base a información privilegiada no están reguladas según el código penal, pero pueden estar sujetas a las regulaciones sobre delito penal en general. La legislación sobre transacciones ilícitas en base a información privilegiada ha estado en vigencia por diez años, pero hasta ahora no se aplica de manera activa.</p>	
Principio IIIC: A los miembros del directorio y a los principales ejecutivos se les debe exigir revelar ante el directorio si ellos, de manera directa, indirecta o a nombre de terceras partes, tienen un interés material en	

cualquier transacción o asunto que afecte directamente a la empresa.

Evaluación: Cumplido parcialmente

Reglas para la aprobación de TPR/reglas para la aprobación del directorio/AGA. Las transacciones entre partes relacionadas (TPR) se deben informar al directorio y al síndico, y son permitidas si forman parte de los negocios usuales de la empresa y si se ejecutan en condiciones de imparcialidad y en términos normales de mercado (LUSC §84, 388, 402(1)). Las transacciones que no sean realizadas en términos normales de mercado y que caen fuera de los negocios usuales de la empresa deben ser aprobados previamente por la AGA o pueden ser anuladas. Sin embargo, la definición de una "parte relacionada" está muy limitada e incluye tan solo a los directores, pero no a los gerentes o propietarios mayoritarios. La parte relacionada se abstiene en las decisiones de la AGA (LUSC §387). En caso de contravenir esta disposición, y si el voto era decisivo para alcanzar la mayoría requerida, la parte que incurrió en la violación es responsable por cualquier daño causado (LUSC §325).

Las revelaciones de TPR cumplen por ley con las NIIF (NIC24), y son, por lo tanto, bastante completas, pero no se cumplen en la práctica. Tampoco existe una clara definición del concepto de actividades que no están relacionadas con las operaciones regulares de la empresa. En opinión de los participantes del mercado, se espera más de las revelaciones públicas sobre TPR y del cumplimiento de los procedimientos de aprobación de las TPR en las sesiones del directorio. Una gran parte de la responsabilidad por el episodio de crisis financiera del 2002 se ha atribuido a las TPR y a las insuficientes revelaciones. El riesgo de TPR es una preocupación relevante y frecuente para los bancos cuando realizan préstamos, así como para las AFAP.

Los préstamos relacionados están prohibidos, y se ubican dentro de las reglas generales de TPR. Los bancos no pueden otorgar préstamos o garantías personales a sus gerentes, directores, síndicos, asesores u otros en cargos similares (Ley 15,322 §18).

Normas de conflictos de interés y uso de las oportunidades de negocio. Los directores informan a la Asambleas y al síndico acerca de cualquier conflicto de interés. Los directores no han de competir con la empresa a menos que sean autorizados por una asamblea de accionistas (LUSC §83, 84, 387-9). Los directores no pueden favorecer los intereses de empresas vinculadas o que tienen el control en detrimento de la empresa donde ellos laboran como directores, y deben garantizar transacciones sobre la base de imparcialidad y en términos normales de mercado (LUSC §50).

SECCIÓN IV: EL ROL DE LAS PARTES INTERESADAS EN LA GOBERNANZA CORPORATIVA

El marco de la gobernanza corporativa debe reconocer los derechos de las partes interesadas establecidos por ley o a través de acuerdos mutuos, y promover la colaboración activa entre empresas y las partes interesadas para la creación de riqueza, puestos de trabajo y la sostenibilidad de empresas financieramente sólidas.

Principio IVA: Los derechos de las partes interesadas que son establecidos por ley o a través de acuerdos mutuos, deben ser respetados.

Evaluación: Cumplido parcialmente

Relación de procedimientos relevantes para las partes interesadas. La participación de las partes interesadas en la gobernanza corporativa no está regulada, y existen muy pocos ejemplos sobre el rol de las partes interesadas en la gobernanza de las empresas. Algunas instituciones y ONG se centran en estos temas; por ejemplo, DERES Uruguay (una asociación empresarial que trata sobre temas de responsabilidad social), la Liga de Defensa Comercial (una asociación empresarial con un reciente rol importante en la reforma de la Ley de Bancarrota), y ACDE (una asociación empresarial que promueve los derechos de las partes interesadas). A pesar de que no existen procedimientos voluntarios a seguir, existen algunas cláusulas legales aplicables a las empresas, que protegen los derechos de las partes interesadas, y que también se centran en la corrupción, la ética de los funcionarios públicos, lavado de dinero y control de drogas⁴⁶. Las empresas multinacionales por lo general cuentan con sus propios códigos internos de ética y sobre asuntos de partes interesadas. Esto es especialmente típico en el caso del sector bancario. Existe una débil conciencia acerca de los temas de responsabilidad social empresarial entre las empresas.

La legislación laboral es protectora con relación a los derechos de los empleados. Existe un vasto conjunto de regulaciones relacionado a la protección de salarios, horas de trabajo, compensación por sobre tiempo, períodos de descanso de los empleados y término del empleo⁴⁷. El Parlamento actualmente se encuentra revisando una propuesta de ley acerca del fuero sindical la cual establece la reincorporación de los representantes sindicales despedidos en caso de prácticas anti sindicales. Los trabajadores no participan de la gobernanza de la empresa. Los empleados también participan activamente en el proceso de establecimiento de los salarios a través de los representantes de los trabajadores en los Consejos de Salarios⁴⁸.

Los asuntos ambientales son encarados en la Ley de Impacto Ambiental. Los derechos de los acreedores son tratados en la legislación relacionada a los acreedores, incluida en ciertas partes del Código Civil, la Ley de Prendas, la Ley de Concordato y el Código Comercial (véase IVF).

Principio IVB: En los casos en que los intereses de las partes interesadas estén protegidos por ley, las partes

interesadas deben tener la oportunidad de obtener una reparación efectiva por la violación de sus derechos.
Evaluación: Cumplido en gran medida
<p>Mecanismos de reparación disponibles para las partes interesadas. Los empleados pueden solicitar reparaciones ante los tribunales, en la medida que no existe un mecanismo de reparación laboral específico. El derecho procesal le otorga a cualquier parte interesada, demandante, institución o asociación con un interés social, el derecho a entablar una acción legal en defensa del medio ambiente y de los valores culturales e históricos⁴⁹. Un ejemplo reciente de conciencia ambiental ha sido una acción entablada por un demandante contra el Ministerio de Vivienda, Ordenamiento Territorial y Medio Ambiente, tras una autorización para la construcción de una fábrica de celulosa no amigable con el medio ambiente.</p> <p>Se requiere el consentimiento de los acreedores para realizar algunas transacciones importantes que podrían afectar sus intereses. Por ejemplo, con el fin de reducir el capital de la empresa, los acreedores de la fusión / escisión deben recibir primero el pago o asegurarse debidamente sus créditos. Más aún, los acreedores cuentan con una acción derivada contra los directores con el fin de restablecer el patrimonio neto de la empresa en el caso de que los accionistas no hayan interpuesto dicha acción. Finalmente, los acreedores tienen a su disposición mecanismos para exigir el pago de la deuda y los de bancarota. (LUSC §128, 294, 395). Casos recientes incluyen las notables quiebras del Banco Comercial S. A y del Banco de Montevideo S.A., donde los ahorristas de estos bancos presentaron una demanda contra los accionistas y directores de los bancos.</p>
Principio IVC. Se debería permitir el desarrollo de mecanismos que incrementen la participación activa de los empleados.
Evaluación: Cumplido parcialmente
<p>Reglas sobre los planes de titularidad de acciones de los empleados (PTAE). Los PTAE no están específicamente regulados por la ley. La LUSC estipula que las empresas pueden emitir bonos o participaciones con derecho sobre las ganancias de la empresa, como una compensación por servicios prestados a la empresa por los fundadores, accionistas, tercera partes, o para donaciones, o fundaciones creadas para beneficiar a los empleados. Adicionalmente, la LUSC permite destinar hasta 10 por ciento del total de las utilidades de la empresa para los “bonos de participación para el personal”, los cuales son intransferibles y caducan con la finalización de la relación laboral. La ley no estipula una regulación detallada acerca de estos mecanismos. En la práctica, los planes de compensación laboral no son frecuentes, salvo en las empresas multinacionales.</p>
Principio IVD: Cuando las partes interesadas participen en el proceso de gobernanza corporativa, deben tener acceso a información relevante, suficiente y confiable de manera oportuna y regular.
Evaluación: Incumplido significativamente
<p>El informe anual revela perspectivas económicas y financieras. No se exige; puede ser tratado en la memoria del directorio.</p> <p>El informe anual revela hechos importantes sobre los empleados. No está regulado por ley.</p> <p>La información es oportuna y regular. No es aplicable.</p>
Principio IVE: Las partes interesadas, incluidos los empleados individuales y sus instancias representativas, deben estar en condiciones de comunicar libremente sus preocupaciones acerca de prácticas ilegales o no éticas al directorio, y sus derechos no deben verse comprometidos por hacer esto.
Evaluación: Incumplido
Reglas de los informantes. No hay reglas obligatorias para los informantes.
Principio IVF: El marco de gobernanza corporativa debe ser complementado con un marco de insolvencia eficiente y eficaz, y por una efectiva exigencia de los derechos de los acreedores.
Evaluación: Cumplido parcialmente
<p>La efectividad de los códigos de bancarota, prendas / garantías y exigencia de pago / cobro de deudas. Los acreedores pueden proteger sus derechos a través de varios derechos de retención (tales como hipotecas, prendas, fideicomisos); sin embargo, los procedimientos judiciales pueden ser prolongados, lo cual limita su efectividad. La recuperación de un crédito sin garantía demora de 3 a 4 años; la recuperación más rápida es aquella de los créditos garantizados con activos arrendados —1 año—. El Código Civil y la Ley de Prendas regulan el pago de los préstamos con garantía. Los procedimientos de insolvencia (regulados por el Código de Comercio) implican un período de protección al deudor (moratoria) a través de un procedimiento de Concordato de hasta un año de plazo⁵⁰. El capital integrado debe reducirse si cae en un 50% de su valor. La liquidación obligatoria tiene lugar cuando el capital integrado cae a 25% de su</p>

valor.

En sus procedimientos de crédito los bancos del Uruguay emplean critérios de evaluación y clasificación de riesgos dictados por el BCU. Sin embargo, la evaluación de riesgos no está estandarizada, de manera que diferentes evaluadores pueden atribuir a la misma empresa un nivel de riesgo diferente. Los bancos también disponen de un sistema de Central de Riesgos; sin embargo, el sistema recopila información por encima de un determinado monto, permitiendo que se presente el escenario en el cual un prestatario solicita créditos a diversas fuentes justo por debajo de ese monto, logrando burlar el radar del sistema de crédito. La información sobre créditos recopilada por los bancos no está estandarizada, lo que limita su utilidad. La Ley de Secreto Bancario vigente esta siendo reformada para eliminar las restricciones que tienen los bancos para compartir información sobre crédito a clientes. En la práctica, la información sobre créditos se pone a disposición con una demora de 3 meses, lo que limita su utilidad. Los prestamistas también hacen uso de los registros de predios y bienes inmuebles (catastro) existentes⁵¹. De acuerdo a las regulaciones del BCU, los bancos recopilan gran cantidad de información cuando toman decisiones sobre créditos, incluyendo las cuentas anuales de los prestatarios (las cuales deben ser auditadas en el caso de los grandes prestatarios)⁵². Las debilidades existentes en el BCU para hacer cumplir esta regulación a través de todo el sector bancario, les permite igualmente, a quienes solicitan créditos, arbitrar entre bancos sobre la base de la poca exigencia para el cumplimiento de los requerimientos de información.

SECCIÓN V: REVELACIÓN Y TRANSPARENCIA

El marco de gobernanza corporativa debe asegurar que se realicen revelaciones oportunas y precisas acerca de todos los temas significativos relacionados con la empresa, incluida la situación financiera, el desempeño, la propiedad y gobernanza.

Principio VA: La revelación debe incluir, pero no debe limitarse a, la información significativa acerca de:

Evaluación: Incumplido significativamente

(1) Resultados financieros y de funcionamiento de la empresa

Informes anuales y trimestrales. Las empresas listadas deben presentar ante el Registro de Valores del BCU, así como ante la BEVSA o la BVM, un informe anual auditado, que incluye balance, estado de resultados, flujos de caja, cambios en el patrimonio, notas, informe del auditor independiente, memorias del directorio y del síndico, y, de ser el caso, un estado consolidado con el "informe de compilación" del auditor (una declaración del auditor que no llega a ser un informe completo de auditoría).⁵³ Los estados contables anuales deben ser publicados, de manera integral o resumida dentro de un plazo de cuatro meses de finalizado el año financiero, en el diario oficial y en un periódico de circulación nacional, lo cual es costoso (aproximadamente US\$800) (LUSC §416). El informe anual no incluye una memoria del presidente del directorio, o una opinión y análisis sobre la gestión. Semestralmente los emisores presentan ante el BCU, y a la BEVSA o a la BVM, sus estados financieros y un informe de auditoría de revisión limitada.

Las instituciones financieras deben presentar estados contables anuales auditados, incluyendo un estado de flujo de caja, cambios en el patrimonio, notas y, de ser el caso, la opinión del auditor sobre los estados consolidados, no así los propios estados consolidados, ante el Registro de Estados Contables del BCU, debiendo ser publicados en el diario oficial y un periódico de circulación nacional⁵⁴.

Las grandes empresas no listadas (sociedades anónimas abiertas o cerradas) que superen un determinado tamaño deben presentar ante la AIN sus estados contables anuales con notas, estado de flujo de caja, cambios en el patrimonio, y ya sea un informe completo de los auditores, una revisión limitada, o un "informe de compilación"; publicar en el diario oficial y en un periódico de circulación nacional la convocatoria a la Asamblea General Anual de Accionistas, llamados a los accionistas a ejercer su derecho de rescisión o derechos preferentes, así como llamados a los acreedores en el caso de una fusión o reducción de capital⁵⁵.

Las EP deben publicar sus estados financieros, pero no la opinión de auditoría, en el diario oficial. En años recientes, los participantes en el mercado encuentran una mejora en la calidad y confiabilidad de los informes financieros de algunas EP, en tanto están dando sus primeros pasos para la revisión e informatización de los procedimientos de control interno. Se considera que algunas EP se están rezagando notoriamente en este proceso.

A pesar de los requerimientos detallados de revelación, el cumplimiento y la exigencia de los mismos están rezagados. Las empresas consideran que la regulación sobre revelaciones es excesiva.

Las bolsas no monitorean si la información presentada es precisa y de calidad, y rara vez sancionan el incumplimiento. El regulador de seguros tiene una capacidad limitada para

	<p>sancionar a los usuarios: no está en condiciones de establecer multas, y podría necesitar sancionarlos con retraso debido a la naturaleza autorreguladora de los intercambios, dependiendo de como se interprete la LMV (véase la discusión detallada en IC y ID). El BCU (AMV) interpreta que son legales las multas automáticas en respuesta a la no-revelación, y ha incluido esto en las normas formales del BCU. El incumplimiento de las obligaciones de revelación ocasiona la suspensión automática, y el año pasado se han impuesto 5 suspensiones⁵⁶.</p> <p>Los participantes del mercado encuentran que el cumplimiento de la revelación financiera de las empresas está por debajo de los niveles de excelencia necesarios para tomar decisiones comerciales, y observan retrasos similares en la accesibilidad a la información. Existe una resistencia entre las grandes empresas no listadas a publicar información financiera (a pesar de que se supone que sus estados contables deben estar disponibles al público a través de la AIN). De acuerdo a los estimados, el cumplimiento con la presentación a la AIN está entre el 40% y 60%⁵⁷. En los dos años pasados, el BCU ha mejorado significativamente la disponibilidad de los estados contables auditados para los emisores y los bancos. En el caso de las empresas listadas, los informes anuales están disponibles en la página <i>web</i> del BCU, junto con los informes del directorio y del síndico y las actas de la AGA. La misma página <i>web</i> contiene los estados contables de los bancos. Los estados contables de los intermediarios del mercado (e.g., agentes / corredores de bolsa) no están en línea, pero la página <i>web</i> indica si los estados contables fueron o no presentados.</p>
(2) Objetivos de la empresa	No se exige una discusión acerca de los objetivos de la empresa en el informe anual.
(3) Propiedad mayoritaria de las acciones y el derecho al voto	La información sobre la propiedad no está disponible; sin embargo, sí existe cierta información sobre la estructura del capital (véase IID). Las instituciones financieras incluyen en sus estados contables la información sobre sus propietarios y los porcentajes de participación.
(4) Política de remuneración para el directorio y ejecutivos principales, e información sobre los directores	La información sobre el paquete de beneficios agregados de los directores debe estar disponible a través de las actas de la AGA (en la página <i>web</i> del BCU), o a través de los estatutos, donde puede estar opcionalmente especificado (no disponible públicamente). ⁵⁸ La AGA puede pasar por alto el tema si los miembros optan por recibir a cambio un pago como ejecutivos (lo que no es de conocimiento público). El pago al directorio se especifica de manera agregada (no individualmente), como un porcentaje de las ganancias. Las instituciones financieras deben revelar los nombres de los directores, síndicos y ejecutivos principales (Reglamento N.º 2005/29 del BCU).
(5) Transacciones con partes relacionadas	De acuerdo con la NIC 24, las empresas públicas deben revelar las TPR en las notas de los estados contables, y las empresas muy grandes de hecho cumplen con este requerimiento, pero no proporcionan detalles más allá del valor de la transacción. Los participantes del mercado consideran desigual la revelación de las TPR en términos de cumplimiento y calidad. Las instituciones financieras deben proporcionar información concerniente a la naturaleza y cantidad de transacciones con partes relacionadas, así como los resultados que surgen de las mismas ⁵⁹ .
(6) Factores previsible de riesgo	Los informes anuales no incluyen un comentario y análisis detallado sobre la gestión. Las instituciones financieras deben revelar al BCU los sistemas utilizados para evaluar la administración de riesgos y las consecuencias que se originen de su aplicación (Reglamento N.º 2005/29 del BCU).
(7) Asuntos de empleados y otras partes interesadas	No existen reglas para la revelación de asuntos referidos a empleados y partes interesadas en el informe anual.
(8) Estructuras y políticas de gobernanza	No existe ningún requerimiento de revelación sobre las estructuras y políticas de gobernanza en el informe anual.
Principio VB: La información debe ser preparada y revelada en conformidad con altos estándares de calidad de revelación contable y financiera y no financiera.	
Evaluación: Cumplido parcialmente	
Cumplimiento de las NIIF. Las empresas listadas deben emplear las normas internacionales de contabilidad NIC (tal como han sido adoptadas en Uruguay a partir del 19 de mayo del 2004). Las instituciones financieras se orientan por los	

principios contables emitidos por el BCU, los cuales difieren en cierta medida de las NIC. Las EP se orientan por las regulaciones del TCR, las que de hecho emplean las normas internacionales en la mayoría de casos⁶⁰. En el ROSC de Contabilidad y Auditoría llevado a cabo por el Banco Mundial en el 2005 se puede encontrar información detallada sobre normas de contabilidad, información financiera y auditoría. Las empresas más pequeñas que contratan los servicios de terceros para llevar su contabilidad es posible que obtengan informes contables sobre la base de impuestos. En la práctica, la demora en la adopción de las NIIF tiene su origen en dos fuentes – (1) las técnicas de contabilidad de ajuste de la inflación, que no corresponde a las NIIF, permiten ahorros tributarios considerables a las empresas; y (2) las deudas incobrables y que se mantienen desde el 2002 son más difíciles de ocultar si se emplean las NIIF.

Revisión/exigencia del cumplimiento. El BCU es el mayor controlador del cumplimiento de los requisitos establecidos por las NIIF para los emisores y firmas financieras. También obliga a que los bancos exijan a sus prestatarios la presentación de estados contables de acuerdo con las NIIF. Sin embargo, actualmente no cuenta con los recursos ni la capacitación adecuados. Para hacer frente a este tema, el MEF está trabajando para mejorar la transparencia y la revelación empresarial a fin de diseñar un sistema de control de calidad de la contabilidad y de las auditorías, en colaboración con el BCU, la Liga de Defensa Comercial, la Cámara Nacional de Comercio y Servicios, y el Colegio de Contadores, Economistas y Administradores.

Principio VC: Se debe llevar a cabo una auditoría anual a cargo de un auditor independiente, competente y calificado, con el fin de proporcionar una garantía externa y objetiva al directorio y a los accionistas de que los estados contables reflejan razonablemente la situación financiera y el desempeño de la empresa en todos los aspectos significativos.

Evaluación: Cumplido parcialmente

Cumplimiento de las NIA. Las NIA y el Código de la IFAC están vigentes para las entidades reguladas por el BCU, pero las modificaciones recientes de las normas no han sido incorporadas. No existe un organismo supervisor de los auditores independientes, y el BCU no cuenta con los recursos y la capacitación para exigir efectivamente las normas de auditoría de calidad. En la práctica, cada firma auditora se orienta por su propio estándar de auditoría. Las empresas listadas y las instituciones financieras deben regirse por las NIA, lo mismo que las EP, a las que se les está recomendando que empleen una de las 4 grandes firmas auditoras, garantizando así un mejor cumplimiento de las NIA en las auditorías. El Colegio de Contadores también ha adoptado la IFAC en su mayor parte, lo cual es vinculante para sus miembros (incluidas las firmas auditoras más grandes).

Quién debe ser auditado? Las entidades emisoras deben tener sus estados auditados de manera externa. Los estados consolidados necesitan tan solo un “informe de compilación” de un auditor, una certificación de que los estados contables se derivan de la situación financiera de la empresa, y se presentan en los formatos exigidos, pero no requieren una certificación de contenido. Las instituciones financieras deben tener sus estados contables consolidados auditados en su totalidad⁶¹. Los estados contables semestrales deben contar con un informe de revisión limitada⁶². Las grandes empresas deben presentar estados contables anuales que pueden contar ya sea con una revisión limitada, un informe de compilación o una opinión completa de auditoría.

Independencia del auditor. La definición de “independencia del auditor” empleada es aquella que establecen las normas NIA⁶³. Los emisores y las empresas financieras deben recurrir a auditores inscritos en el Registro de Auditores Externos del BCU⁶⁴. No existe revelación de las tarifas de los auditores, o de otros servicios realizados por el auditor. El tema de la rotación obligatoria de auditores está en discusión.

Comité de auditoría. Los comités de auditoría no son obligatorios para las empresas listadas. Desde 1999, todos los bancos deben contar con un comité de auditoría, compuesto por tres miembros, con un mínimo de dos directores⁶⁵. Los comités son independientes de la gerencia, en la medida que son nombrados por el directorio y reportan a él por lo menos dos veces al año. Sus funciones son familiarizarse con los estados contables, con el informe de auditor externo y las funciones y acciones de auditoría interna, revisar las recomendaciones realizadas por los auditores internos y externos, y comunicarse con el BCU. El comité no supervisa al auditor externo, no aprueba el tipo de servicios que brinda el auditor, no monitorea los factores que podrían poner en peligro la independencia del auditor, ni tiene ninguna responsabilidad sobre el control de las TPR. Los comités de auditoría son una exigencia relativamente reciente, y aún no se encuentran efectivamente en funcionamiento en todos los bancos, de manera que sería prematuro hacer una apreciación sobre sus méritos en este momento⁶⁶.

Requisitos para la supervisión de una auditoría. El directorio designa al auditor; no se requiere la confirmación de la Asamblea General Anual.

Exigir la realización de auditorías competentes/calificadas. La profesión de auditoría no se encuentra regulada, y el BCU no cuenta con los instrumentos para imponer sanciones, aunque el BCU está realizando algunos esfuerzos en este sentido para el caso de los bancos. En el caso de los emisores, el BCU también está intensificando el escrutinio de la documentación, pero aún no controla el trabajo del auditor. El BCU no cuenta con un personal estable calificado para monitorear la calidad de las auditorías; sin embargo, en caso se sospeche de una infracción, ellos subcontratan un comité *ad hoc* de auditores destacados. El BCU solo puede sancionar indirectamente a los auditores excluyéndolos del Registro de Auditores Externos, o empleando las reglas de préstamo de los bancos para bajar la calificación de las empresas que

emplean auditores que son de dudosa reputación. El BCU ha emitido una suspensión y una observación sobre firmas auditoras incluidas en el Registro durante los últimos 5 años. El Colegio de Contadores impone reglas y advertencias sobre sus miembros, pero no cuenta con mecanismos para exigir el cumplimiento de parte de otros auditores. La AIN no participa en el control de calidad de los estados contables.

Aparte de las 4 grandes, en el Registro de Auditores Externos del BCU están incluidos cerca de veinte auditores acreditados. Los bancos y EP son auditados solo por las 4 grandes. Los auditores restantes en la lista del BCU brindan servicios a intermediarios financieros más pequeños y a operadores. En total, en el Uruguay existen cerca de 7000 contadores públicos. La competencia entre auditores por los clientes podría estar comprometiendo su independencia, en opinión de los participantes del mercado. El TCR audita a todas las EP, duplicando así el trabajo del auditor independiente, pero con una demora considerable. Los participantes del mercado opinan que el TCR recientemente ha incrementado en algo la calidad de sus auditorías.

Calificaciones del auditor. No existe ninguna instancia que otorgue licencias de auditoría a todos los auditores. El Registro de Auditores Externos impone exigencias estrictas: un grado de contador público de por lo menos cinco años, independencia, experiencia profesional de por lo menos 3 años en auditorías a empresas financieras, y adecuado control de calidad y recursos con relación al tamaño y a los negocios del cliente (Circular N.º 1.733 del BCU).

Auditores estatutarios u órganos empresariales similares. Las empresas registradas ante el BCU deben designar un síndico, quien puede ser un solo controlador o un conjunto de varios miembros (LUSC §397). Los accionistas con el 20% del capital pueden solicitar un síndico si no existe uno de acuerdo a los estatutos. El síndico monitorea el cumplimiento de los estatutos y las leyes por parte de la administración y el directorio, examina los libros de la empresa y puede solicitar la preparación de cuentas, verifica los estados contables anuales, informa a la Asamblea General Anual, responde a los reclamos de los accionistas y proporciona información a solicitud del 5% de las acciones, y puede convocar a una Asamblea General Extraordinaria, o a una Asamblea General Anual, si el directorio no lo llegara a hacer. Los participantes del mercado expresan distintas opiniones acerca de la utilidad de los síndicos, que van desde aquellas que señalan que es un órgano formal sin la capacitación suficiente como para ejercer las funciones de control que realiza, hasta opiniones como las que señalan que experimentados ex ejecutivos en casos aislados han protegido de manera exitosa intereses minoritarios (familiares) en su rol de síndicos. Los informes del síndico tienden a emplear un fraseo intrincado que no es fácilmente interpretado, y no está estandarizado entre los que ejercen la profesión. No se cuenta con un registro central de síndicos acreditados, a fin de detectar la calidad profesional. No existe ningún caso judicial establecido sobre la responsabilidad del síndico, aunque por ley sus deberes fiduciarios son los mismos que aquellos de los directores. En la práctica, el síndico reporta por lo general, al auditor interno. Fuera de las empresas registradas ante el BCU, los síndicos son empleados rara vez.

Principio VD: Los auditores externos deben ser responsables de rendir cuentas ante los accionistas y tienen frente a la empresa el deber de ejercer el debido cuidado profesional en la conducción de la auditoría.

Evaluación: Incumplido significativamente

Responsabilidad del auditor de rendir cuentas. No está estipulado por ley quién tiene la autoridad para designar o destituir a los auditores externos. En la práctica son elegidos y aprobados por el directorio (el que a su vez está controlado por el propietario mayoritario). De acuerdo a la ley, los auditores no tienen que informar sobre las irregularidades que encuentran. En el caso de instituciones financieras, los auditores informan anualmente sobre los préstamos relacionados.

Responsabilidad del auditor. Por ley, los auditores son responsables por los estados contables falsos o engañosos y por la negligencia en la aplicación de los controles necesarios de acuerdo a las normas internacionales. En la práctica, varios casos recientes que condujeron a la bancarrota, y en los que los auditores no manifestaron su preocupación, no han conducido a juicios contra los auditores, y llevan a que los participantes del mercado piensen que dicha responsabilidad solo está en el papel. Los accionistas no pueden solicitar una auditoría independiente a cargo de la empresa en caso duden de las conclusiones del auditor.

Seguro para el auditor. La ley no lo exige y en la práctica no está muy difundido, salvo en las firmas auditoras transnacionales.

Principio VE: Los canales para difundir la información deberían proporcionar acceso equitativo, oportuno y costo efectivo a la información relevante para los usuarios.

Evaluación: Cumplido parcialmente

Eventos significativos. Las reglas para la cotización en la bolsa de valores exigen la revelación permanente de hechos significativos (dentro de las 24 horas), y que estos estén disponibles en la página web del BCU. La "información material" se define como aquella que afecta significativamente el valor de los títulos valores, o la decisión del inversionista de negociar o ejercer derechos relacionados⁶⁷. La negociación no se suspende y los anuncios no son pre-examinados.

Información publicada (documentos, página web). La información acerca de la constitución de una empresa, y algunos aspectos de los estatutos son publicados en el diario oficial y en otros periódicos. Los resúmenes de los informes anuales de los emisores y bancos se publican en el diario oficial y otro periódico de circulación nacional. Las EP publican sus

estados en el diario oficial. En el caso de los emisores y los bancos (pero no en el caso de otros intermediarios financieros y operadores del mercado), la página web del BCU incluye los estados contables anuales, actas de las AGA, y los informes del síndico y del directorio. Los accionistas no tienen acceso a las actas del directorio o a la relación de asistentes. En la práctica, muy pocas empresas incluyen sus informes anuales en su página web. La información de carácter público que no es presentada por el regulador, o que no es hecha pública por este último, es difícil de obtener mediante la empresa.

Principio VF: El marco para la gobernanza corporativa debe complementarse con un enfoque efectivo que encare y promueva la disposición a un análisis o asesoría de parte de analistas, agentes / corredores de bolsa, agencias calificadoras y otros, que sea relevante para las decisiones de los inversionistas, y que esté libre de conflictos de interés significativos que puedan comprometer la integridad del análisis o asesoría.

Evaluación: Incumplido significativamente

Revelación de conflictos de interés por los analistas, agentes / corredores de bolsa, agencias calificadoras, etc. Los conflictos de interés de los analistas de valores, bancos de inversión, agentes / corredores de bolsa, agencias calificadoras y otros no están regulados ni revelados. La ley no regula la manera en la que los bancos deberían llevar a cabo la intermediación o evaluar las actividades de manejo de activos; por otro lado, en la práctica, debido a lo restringido del mercado de valores, tales actividades no se han desarrollado activamente. Los bancos administran fondos de fideicomiso, así como administran las AFAP, y existen algunas reglas con relación a estas últimas (véase IIG). Generalmente, existen pocas actividades de manejo de inversión / activos y de asesoría, y hasta ahora esas áreas han tenido un débil regulación. Existen dos agencias calificadoras de valores en el país —Fitch y Moody's—, que operan desde Argentina. Los participantes del mercado perciben el efecto negativo de dicha falta de regulación en términos de la confianza en el mercado de parte de inversionistas potenciales, de manera especial en las áreas de regulación / supervisión de la intermediación y presentación de información. El BCU (AMV), el regulador de los intermediarios / agentes / corredores de bolsa, tiene menos facultades para hacer cumplir la normatividad que la que se necesita para garantizar su puesta en vigor. Ha estado exigiendo activamente las prácticas de auditoría entre los agentes / corredores de bolsa, la inspección de los estados contables así como el registro de transacciones, pero hasta la fecha no se ha impuesto sanciones (nótese que el regulador, de acuerdo a ley, no puede quitarle la licencia a un agente / corredor de bolsa). De acuerdo a ley, las transacciones de los agentes / corredores de bolsa son informadas mensualmente, en teoría, a la respectiva bolsa de valores. Tal limitado control de la actividad de intermediación también impide un control de las transacciones ilícitas hechas sobre la base de información privilegiada, así como un control frente a las negociaciones “infladas” de parte de los agentes / corredores de bolsa. En relación con el período de crisis financiera del 2002, hay juicios en curso contra los directivos por mala administración en la emisión de bonos. Sin embargo, la emisión de bonos no requiere de un fideicomisario de acuerdo a ley dado que en ausencia de este, el síndico asume automáticamente tal función⁶⁸.

SECCIÓN VI: LAS RESPONSABILIDADES DEL DIRECTORIO

El marco de gobernanza corporativa debe garantizar las directivas estratégica de la empresa, el monitoreo efectivo de la gerencia por parte del directorio, y la responsabilidad de rendir cuentas del directorio frente a la empresa y a los accionistas.

Principio VIA: Los miembros del directorio deben actuar sobre la base de una información integral, de buena fe, con la debida diligencia y cuidado, y para el bien de la empresa y de sus accionistas.

Evaluación: Cumplido parcialmente

Descripción básica del directorio. Los directorios son unitarios. Por lo general, los miembros del directorio desempeñan funciones ejecutivas en la empresa o representan a los propietarios que ejerce el control. Los directores independientes no son frecuentes. Las funciones de presidente y de gerente general en ciertos casos están separadas, pero con mayor frecuencia son llevadas a cabo por la misma persona.

El tamaño requerido y el tamaño típico. Los directorios de las sociedades anónimas abiertas necesitan tener por lo menos 2 miembros (LUSC §375). No existe un límite máximo de ejercicio (LUSC §380). Las 10 empresas más grandes tienen un número de 4 miembros en promedio, pero el tamaño varía ampliamente, entre 1 y 7 miembros.

Designación y elección. Las designaciones para el directorio por lo general son hechas por el propio directorio, y son aprobadas por la AGA (LUSC §379). Las sesiones del directorio pueden ser convocadas por el presidente a solicitud de cualquier director. El quórum es 50%+1. Las decisiones se toman por mayoría simple. En caso de empate, el presidente tiene dos votos (LUSC §386, 376).

Condiciones de elegibilidad. No existen requisitos de calificación para los directores, y no hay restricciones de nacionalidad (LUSC §378). Para las empresas financieras, el BCU tiene criterios establecidos y aconsejables para la selección de directores⁶⁹.

Idoneidad de los deberes de lealtad y cuidado. Los directores deben cumplir con el cuidado y “diligencia de un buen hombre de negocios razonable”. Los directores son individualmente responsables por daños a la empresa, los accionistas o las terceras partes, en el caso de violaciones de la ley o de los estatutos; el inadecuado cumplimiento de los deberes;

abuso de autoridad, dolo o negligencia grave; y violación de los deberes de lealtad y cuidado. Los directores que se abstienen o que votan en contra no son legalmente responsables. Así mismo, los directores no son responsables por las decisiones aprobadas por la AGA o si la AGA los exime de responsabilidad. En el Uruguay, la información de *Doing Business 2006* estima la responsabilidad del director en 4 (de un total de 10, valores más altos representan mayor responsabilidad), frente a un promedio regional de 3.8 y una puntuación de la OCDE (ingreso alto) de 5.1.

Seguro para los directores. El conocimiento pleno de los directores acerca de sus responsabilidades no es frecuente. La ley no exige la compra de una póliza de seguro contra responsabilidades de parte de los directores, o de las empresas a nombre de los directores, y en la práctica el seguro no se usa. En ausencia del seguro, los directores independientes no asumen de buen grado lo que se percibe como algo de excesiva responsabilidad.

Regla de juicio empresarial/responsabilidad de rendir cuentas de parte del directorio. Algunos elementos de juicio sobre negocios están incorporados en el concepto de “empresario razonable”, pero no existe una regla de juicio empresarial para aliviar las preocupaciones sobre la excesiva responsabilidad.

Principio VIB: En los casos en que las decisiones del directorio puedan afectar a los diferentes grupos de accionistas de manera dispar, el directorio debe tratar a todos los accionistas de forma justa.

Evaluación: Incumplido significativamente

No existe una regla específica para que los directores traten por igual a los accionistas — por ley a los directores se les exige que actúen a favor de los intereses de la empresa, no de los accionistas—.

Principio VIC: El directorio debe aplicar elevados estándares éticos. Debe tener en cuenta los intereses de los accionistas.

Evaluación: Incumplido significativamente

Los códigos de ética o de responsabilidad social no son frecuentes entre las empresas. Sin embargo, los directores deben respetar las leyes que protegen los derechos de los accionistas. Las empresas multinacionales siguen las políticas de la empresa matriz. Las instituciones financieras tienen códigos contra el lavado de dinero y otras actividades ilegales, pero estos no son públicos.

Principio VID: El directorio debe cumplir algunas funciones claves, incluidas:

Evaluación: Incumplido significativamente

(1) Supervisión por el directorio de la estrategia general de la empresa y de las principales decisiones	La funcionalidad del directorio de acuerdo a la ley y en la práctica. La ley no define específicamente las obligaciones del directorio, excepto en lo que se refiere al poder de “controlar la gestión empresarial”. En la práctica, los propietarios que tienen el control mayoritario dejan poco margen de maniobra para la gerencia ejecutiva, y dominan a los directorios que están conformadas por ejecutivos y amigos de los dueños. Los miembros del directorio “amigables” no se informan activamente de los asuntos de la empresa, y necesitan capacitarse acerca de sus responsabilidades. Capacitación a directores, Instituto de Directores (IOD por sus siglas en inglés). No existe capacitación para directores, lineamientos para los directorios, o un IOD.
(2) Monitoreo de las prácticas de GC	En la ley no existe una regla explícita acerca del monitoreo que realiza el directorio a las prácticas de gobernanza corporativa o la evaluación de su desempeño.
(3) Contratación/despido/pago/ a los ejecutivos	El directorio designa y paga al Gerente General, quien a su vez decide sobre los principales ejecutivos; sin embargo, el directorio no hace uso efectivo de la remuneración y la amenaza de despido como instrumentos de gobernanza corporativa (LUSC §383 (3)).
(4) Alineamiento del pago a ejecutivos y al directorio con los intereses de largo plazo	La AGA aprueba un paquete de beneficios agregados para los directores (pero no para los ejecutivos), propuesto por el directorio (LUSC §342).
(5) Proceso de nominación y elección de un directorio	La AGA contrata y puede destituir a los directores. Los directores son nominados por el directorio. Puesto que rara vez existen accionistas minoritarios, la persona que ejerce el control selecciona al directorio así como a todos los otros órganos de la empresa, y también tiende a mantener un estrecho control sobre la gerencia de la empresa. No existe información detallada disponible acerca de directores recientemente nominados ⁷⁰ .
(6) Supervisión de los conflictos de interés de las	Los directores deben informar acerca de sus propios conflictos de interés, así como de aquellos de terceras partes, si es que tienen conocimiento de esto. El directorio también

personas que cuentan con información privilegiada	debe referir a la AGA para su aprobación cualquier TPR que no se realice bajo condiciones de imparcialidad y en términos normales de mercado. En la práctica, tal supervisión no está siendo llevada a cabo activamente (LUSC §83, 84, 387-9). Los conflictos de interés relacionados accionistas mayoritarios o ejecutivos principales no son abordados en la ley.
(7) Supervisión de la información financiera, la auditoría y el control financiero	Las funciones claves incluyen la responsabilidad sobre los estados contables anuales, y la contratación del auditor externo (LUSC §87). El directorio debe aprobar los estados contables, pero ni sus directores ni el gerente general están obligados a refrendarlos con sus firmas.
(8) Supervisión de los procesos de revelación y comunicación	La ley no asigna expresamente tales funciones al directorio.
Principio VIE: El directorio debe ser capaz de ejercer un juicio objetivo independiente sobre asuntos de la empresa.	
Evaluación: Incumplido significativamente	
(1) Independencia del director	La independencia del director en la ley. En la ley no existe una definición de "independencia". La independencia del director en la práctica. Existe un claro predominio de los propietarios mayoritarios sobre las decisiones empresariales. Los acuerdos entre los accionistas son bastante frecuentes para regular el proceso de aprobación de decisiones y limitar la transferencia de acciones. Esto restringe la protección a los inversionistas externos, e igualmente disminuye la liquidez de las acciones.
(2) Reglas claras y transparentes acerca de los comités del directorio	Comités de auditoría. Los comités de auditoría no son exigidos por ley, excepto para los bancos (véase VC). Otros comités. Los comités del directorio son escasos, salvo en las multinacionales.
(3) Compromiso del directorio con sus responsabilidades	Restricciones en el número de puestos en el directorio. En la ley no se establecen tales restricciones. Obligación de sesiones del directorio. El directorio debe reunirse por lo menos una vez por mes (LUSC §386). Acceso público a la asistencia del directorio. La relación de asistentes al directorio no es de acceso público.
Principio VIF: A fin de cumplir con sus responsabilidades, los miembros del directorio deben acceder a información precisa, relevante y oportuna.	
Evaluación: Cumplido parcialmente	
Los directorios en general tienen acceso, por ley, a toda la información. Por ley, los miembros de directorio no tienen acceso a asesoría profesional. Por ley, algunos de esos derechos le corresponden al síndico (véase VC).	

APÉNDICE

GOBERNANZA DE LAS EP

En este Apéndice se hacen algunos breves comentarios acerca de diversos aspectos de la gobernanza de las EP en el Uruguay. Una apreciación más detallada, orientada hacia el tema de políticas, se ofrecerá a través del análisis en profundidad de un informe del Banco Mundial sobre la gobernanza de las EP.

El reto de las EP uruguayas

El Uruguay actualmente se encuentra desarrollando un esfuerzo por mejorar la eficiencia de las EP, el mismo que es necesario y urgente. La ola de liberalización del entorno de las EP en la década pasada ha colocado pesadas demandas adicionales sobre las EP. Simplemente para señalar algunos cuantos cambios, mencionamos que se han introducido las normas internacionales de contabilidad para las EP, los auditores externos son obligatorios y algunos derechos de monopolio fueron suavizados. Sin embargo, las EP se mantienen atadas de manos en la mayoría de sus decisiones, lo que les impide responder de manera adecuada a las nuevas condiciones. Esta débil gobernanza de las EP impacta de manera negativa sobre su desempeño y competitividad.

Específicamente, los actuales arreglos (1) dejan a las EP con objetivos comerciales, políticos y sociales conflictivos; (2) imponen condiciones propicias para potenciales excesivas interferencias políticas, y (3) fomentan la opacidad. Resolver estas tres barreras para la eficiencia de las EP es un reto significativo. Con todo lo difícil que se plantea este reto, alcanzarlo conlleva la promesa de mejoras de productividad nada despreciables. Por ejemplo, las reformas en Nueva Zelanda en 1986 consiguieron mejoras en la productividad hasta de 6% al año y bajaron el costo de los bienes y servicios provistos por las EP durante la siguiente década. Dado que generalmente las EP tienen un desempeño pobre (e.g., se encontró que la productividad laboral de las EP de Corea del Sur representaba el 66% de la del sector privado), los avances en la productividad pueden ser significativos (por ejemplo, una auditoría de 5 empresas indonesias reveló que las prácticas ineficientes entre 1995 y 1999 les había costado \$1600 millones)⁷¹.

Un abanderado de la eficiencia de las EP

Se podría identificar un abanderado local (o varios), que pueda servir como modelo para argumentar a favor de la transparencia y eficiencia de las EP, y desembocar en los esfuerzos posteriores del gobierno por transformar y revitalizar el sector de EP. Se necesitaría una estrategia pormenorizada y un trabajo de asistencia técnica para diseñar un plan de acción exitoso para el abanderado de las EP, el mismo que debería incluir, entre otras iniciativas, una mejora en los mecanismos de control interno, transparencia, procesos contables y administrativos internos y externos, toma de decisiones, supervisión del directorio. Tal como se reseña más adelante, la estrategia incluiría el establecimiento de parámetros claros de operación, rentabilidad y desempeño; así como permitir que las EP tomen decisiones empresariales cotidianas, a fin de permitirle competir y funcionar de manera rentable en el ambiente de mercado (por ejemplo, haciendo que los costos adicionales en los que incurre para el logro de objetivos sociales, sean un rubro presupuestario explícito antes que implícito). Seleccionar una EP que requiere mejorar su competitividad en el mercado (e.g., debido a que está sujeta a la competencia de parte del sector privado), podría traer mayores beneficios al proporcionarle al gobierno una oportunidad de delimitar claramente sus funciones como propietario y como regulador.

El estatus de las EP

La mayoría de EP del Uruguay fue creada a principios del siglo XX como monopolios, y este proceso continuó hasta mediados de ese siglo⁷². Estas entidades, conocidas en conjunto como Entes Autónomos y Servicios Descentralizados del Dominio Comercial e Industrial del Estado⁷³, disfrutaban de cierta autonomía respecto de sus ministerios / reguladores respectivos; sin embargo, toman una parte significativa de sus decisiones internas junto con las entidades de gobierno (e.g., con la Oficina de Planeamiento y Presupuesto – OPP⁷⁴, y los ministerios respectivos), tienen sus precios impuestos desde arriba, y se ven restringidas en algunas de sus decisiones de negocios (e.g., deben destinar una parte de su propaganda a los medios de comunicación del Estado). Sus reguladores, controladores y las instituciones que administran la propiedad del estado no están bien definidos. En suma, las EP uruguayas se asemejan más a agencias o departamentos del gobierno que a empresas independientes operadas eficientemente, que atienden tanto a objetivos sociales como productivos.

Estableciendo objetivos claros para las EP y desatándoles las manos para tomar las decisiones cotidianas

Varios ministerios y otros órganos de gobierno con autoridad sobre las EP podrían terminar teniendo objetivos en conflicto con relación a las EP, sin indicaciones acerca de las reglas que deben aplicar las EP para conciliar tales objetivos. En este

caso, la administración de las EP y sus directores no tienen un conjunto claro de metas de desempeño y, por lo tanto, no son considerados como responsables del desempeño de las EP, con una correspondiente disminución en la eficiencia.

En el Uruguay, la OPP es responsable, junto con el ministerio respectivo, y en algunos casos incluso alguna otra agencia de control autónoma, de la supervisión de las EP, como por ejemplo la aprobación del presupuesto y los planes de inversión / financiamiento de largo plazo de la EP, así como de las inversiones / contratos / ventas de activos en curso, etc.⁷⁵. Todas las decisiones y la documentación empresarial corriente de las EP son presentadas ante la OPP y el ministerio respectivo, y frecuentemente ante el TCR⁷⁶, y algunos asuntos requieren su aprobación. Los procedimientos de adquisición son los mismos que aquellos utilizados en el gobierno central, pero tienen mayor flexibilidad. Los empleados de las EP tienen el mismo estatus legal que los servidores públicos, y su contratación y despido se hace con aprobación ministerial, al igual que con la de la Oficina Nacional de Servicio Civil, y, en ciertos casos, la del TCR⁷⁷. Los servidores públicos solo pueden ser despedidos por negligencia o crimen, no a causa de la situación de los negocios ni de una reducción de personal. Las EP se ven limitadas aún más en sus decisiones operativas a través, por ejemplo, de la exigencia de adquirir seguros del Banco de Seguros del Estado, y de canalizar por lo menos 20 por ciento de su propaganda y anuncios públicos a través de la radio y televisión públicas. Las tarifas para que las EP disfruten del estatus de monopolio son aprobadas por el gobierno, y existe un subsidio cruzado entre distintos tipos de usuarios. Además, con el propósito de generar ingresos, a las EP se les impone tributos que no son gravados a las empresas privadas —impuestos a la compra de moneda extranjera— o con tasas impositivas más altas que aquellas que paga el sector privado —una contribución de parte del empleador que llega hasta el doble en lo que corresponde a la seguridad social—.

Las EP también rinden cuentas mensualmente de todos los costos, inversiones e ingresos a las mismas entidades. Dado que el control se efectúa en realidad con una perspectiva de corto plazo, dicho control deja de lado la estrategia y las necesidades de inversión de largo plazo, y las relega al momento de decisión inicial cuando el plan de inversión de largo plazo es presentado y aprobado. De la misma manera, cualquier asunto referido a la ineficiencia y productividad por debajo de lo óptimo se mantiene sin atender, en la medida que las cifras reales se comparan con aquellas presupuestadas, en lugar de revisar el potencial efectivo de las EP. El control ejercido es de una naturaleza procesal antes que proveniente de una perspectiva empresarial o, en otras palabras, las preguntas que se hacen no son “qué” y “por qué” se está decidiendo, sino “cómo” se decide. No existen medidas de control sobre la rentabilidad, el desempeño y la eficiencia de las EP. Este enfoque es particularmente difícil de mantener en un entorno de liberalización, donde las EP se vuelven crecientemente vulnerables ante la competencia privada.

A fin de enfrentar este tema, las EP requieren un conjunto claro de objetivos en términos de desempeño operativo, medidas financieras, metas sociales, política de recursos humanos, etc., así como un mecanismo transparente de equilibrio entre ellos, a ser empleados por el directorio / administración de las EP para la toma de decisiones. En el orden acostumbrado de los negocios, las decisiones triviales no necesitan ser comunicadas y revisadas minuciosamente por el estado, lo que acelera el avance operativo de las EP. En algunos países, un fondo diferente está siendo reservado para los objetivos no comerciales (e.g. social), para propósitos de la responsabilidad de rendir cuentas. Esto les permite a las autoridades monitorear si la EP es viable en principio, desestimando cualquier objetivo gubernamental adicional que se espera que alcancen.

Eliminando el potencial para la interferencia política y haciendo más estricta la responsabilidad de rendir cuentas a nivel del directorio

Es importante aislar a las EP de las presiones políticas y burocráticas, y cuidar que los recursos de las EP no sean canalizados hacia tales fines. La experiencia internacional proporciona ejemplos, tales como forzar un exceso de empleados en las EP en un año electoral, o aplicar beneficios y servicios gratuitos a “amigos y parientes” de los empleados de las EP.

El gobierno normalmente desempeña varios roles en relación con las EP —como propietario, regulador, abastecedor, cliente, financista, etc.—. Estos roles necesitan ser desenmarañados y separados unos de otros. Una estrategia típica es crear una sola agencia de gobierno donde se concentre todo el monitoreo a las EP (y con frecuencia también la propiedad). Esta agencia puede entonces designar a los miembros del directorio, así como ejercer el control sobre el negocio de las EP. Otras autoridades, especialmente los reguladores, deben mantenerse distantes, de la misma manera que los reguladores y sus entidades privadas reguladas. Los abastecedores, clientes, y financistas de las EP, que son a su vez otras EP, deben realizar negocios en términos de mercado, para así ayudar a estimar el rendimiento y viabilidad de las EP. Un nivel adicional de aislamiento resultaría de supeditar a las EP al mismo conjunto de leyes a las que se encuentran supeditadas las empresas privadas —legislación empresarial, legislación laboral, legislación de bancarrota, etc.—. Finalmente, el aislamiento de la interferencia política puede ser reforzado confiriendo la autoridad real al directorio de la EP —de manera que el gobierno no vaya más allá del establecimiento de objetivos y metas de desempeño, designación de directores, monitoreo a las EP y al desempeño del directorio, e intervenga solo en circunstancias extremas—. Sin embargo, conseguir directorios eficientes es algo difícil de alcanzar, incluso en el sector privado, y requiere de capacitación y una imposición legalmente vinculante de responsabilidades y obligaciones, así como de

perspicacia comercial. El gobierno del Uruguay ha adelantado el inicio de este proceso favoreciendo a los tecnócratas al momento de la selección de los directorios de las EP en marzo del 2005, y se beneficiará al mantenerlos firmemente en ese rumbo y profundizando el proceso de educación y responsabilidad de los directores.

Los miembros del directorio de las EP uruguayas son designados políticamente⁷⁸. De acuerdo a la tradición, los directorios de las EP han estado compuestos por 5 miembros, aunque algunos documentos de constitución han sido modificados para reducir este número a tres. Tradicionalmente, el 60% de los miembros fueron designados por el partido mayoritario en el Parlamento, y el 40% por la oposición; sin embargo, en el actual ambiente político cambiante (por primera vez está en el poder un partido distinto a los dos partidos que tradicionalmente han gobernado), el 40% de puestos de la minoría están sin ocupar, de manera que ciertas EP tienen tan solo dos miembros en sus directorios. La mayoría o totalidad de los miembros de los directorios son ejecutivos, lo que plantea algunas desventajas. En primer lugar, la alta gerencia cambia con cada nueva elección, y tiene limitadas oportunidades de especializarse en su trabajo. En segundo lugar, el rol del directorio como monitor de la gerencia se pierde con un directorio conformado en su totalidad por ejecutivos. La mayoría de EP no tiene comités de directorio, lo cual hace que las sesiones del directorio sean sobrecargadas, y no logra crear especializaciones entre sus directores. Hay algunas excepciones, como en el caso del BROU, donde existen comités de planeamiento, de aprobación de créditos y de auditoría. Los acuerdos de los directorios de las EP no proporcionan incentivos suficientes para un monitoreo bien informado, activo y con un buen funcionamiento. Tales procedimientos de gobernanza debilitan considerablemente la eficiencia operativa y financiera de las EP. Finalmente, la ineficiencia de los directorios motiva a que los ministerios correspondientes y las autoridades del gobierno jueguen el rol de monitor, manteniéndose informados acerca de todas las decisiones del directorio sobre una base de no objeción, y debiendo otorgar autorizaciones previas a ciertas decisiones. Esto trae como resultado inmediato una falta de independencia del directorio, y restringe la operatividad y funcionalidad, conduciendo, incluso, a la pasividad en la medida que el rol del directorio es asumido *de facto* por el regulador. Otra consecuencia negativa, como se ha expuesto antes, es que el rol de regulador se mezcla con el rol de gobernanza, ocultando los objetivos de las EP y debilitando el incentivo para la eficiencia y la responsabilidad de rendición de cuentas.

Convirtiendo a las EP en más transparentes y responsables de rendir cuentas

El libre acceso a la información empresarial estándar acerca de las EP (e.g., informe anual), así como un razonable nivel de confianza en la precisión y veracidad de dicha información, es central para la responsabilidad de rendir cuentas de las EP, y por lo tanto para su efectividad productiva, financiera y social. Las EP deben ser por lo menos tan transparentes como las empresas listadas. Además de la revelación exigida por el BCU a las empresas listadas, las EP focalizan, además, su atención en objetivos sociales (sin fines de lucro) y, por lo tanto, deben revelar el costo de la consecución de dichos objetivos, así como cualquier subsidio / impuesto coordinado entre el estado y la EP. Naturalmente, tales arreglos permitirían identificar aquellas EP que no son rentables (luego de dejar de lado los costos que implica la consecución de metas sociales), y orientarse a aquellas que requieren una reforma para recobrar su viabilidad. Pero sería más útil aún contar con claros mecanismos de control de la responsabilidad de rendir cuentas y del buen funcionamiento dentro de las EP que permitirán medir el desempeño, y la fácil identificación de impulsores de creación de valor así como de bolsones de actividades que causan pérdidas. Tales revelaciones deben extenderse también a los objetivos de las EP (establecidos por el estado en tanto "dueño" de las EP, no como el regulador), incluyendo los fines operativos, financieros y de desempeño social. Un nivel tan alto de transparencia convertiría a las EP en más responsables, y contribuiría con el estado a lograr un mejor monitoreo de la eficiencia de las EP.

En el Uruguay, las EP se rigen por las regulaciones del TCR, que exigen el cumplimiento de las normas internacionales de contabilidad y auditoría⁷⁹. El Tribunal audita anualmente las cuentas de todas las agencias del sector público para establecer la conformidad legal y financiera. Las EP son también, en forma duplicada, auditadas por firmas auditoras externas independientes. A las EP se les recomienda emplear a una de las 4 grandes firmas auditoras, a fin de asegurar un mejor cumplimiento con las NIA. Las EP publican en el diario oficial sus estados contables, pero no la opinión de auditoría. Los informes anuales también son presentados antes la rama ejecutiva del gobierno y el TCR. Los participantes del mercado opinan que en años recientes ha habido un avance en la calidad y confiabilidad de la información financiera de algunas EP, en la medida que se están dando los primeros pasos para revisar e informatizar los procedimientos de control interno. Se considera que algunas EP se están quedando visiblemente rezagadas en este proceso. Las EP establecen contratos de dos a tres años con los auditores externos, con la opción de renovación; sin embargo, los directorios no parecen beneficiarse del todo de la relación con los auditores. Por ejemplo, los directores no tienen un contacto regular con el equipo de auditores externos, y en cambio delegan tal comunicación al departamento de Auditoría, y no supervisan activamente los procesos de contabilidad, auditoría y control. Así mismo, los directorios de las EP no perciben que tienen control sobre la independencia y efectividad de la auditoría. Los equipos internos de contabilidad de las EP se encuentran actualmente participando de un proceso de capacitación permanente sobre normas internacionales, un programa manejado por el TCR. En el TCR se mantiene una deficiencia importante relacionada con su incapacidad de sancionar a las EP o a sus auditores —la actividad de monitoreo del TCR se limita a precisar los problemas que se revelan con las auditorías a las EP—. La duplicidad de la auditoría del TCR (con retraso) también es ineficiente y debe ser

eliminada.

Visión general de las principales empresas públicas

El cuadro a continuación proporciona una visión general de las principales EP del Uruguay, de acuerdo a algunas características principales de gobernanza corporativa, a saber, estatus legal / aplicabilidad legal sobre las EP de las principales leyes empresariales y comerciales, separación entre el propietario y el regulador, poderes monopólicos / competencia en el mercado, auditoría, y composición del directorio y los comités. A partir del análisis, se puede observar que se mantienen brechas importantes entre las buenas prácticas de gobernanza corporativa de las EP y las realidades del marco de las EP del Uruguay.

El cuadro considera un tema de gran complejidad, y es demasiado conciso como para transmitir toda esta problemática. Se requiere un análisis mucho más detallado de las EP para evaluarlas efectivamente en este marco, lo que está fuera del alcance de este breve apéndice. Para tratar este tema de manera adecuada, se requeriría una evaluación integral de las EP de parte del Banco Mundial.

EP	Estatus	¿Son los mismos el propietario y el regulador?	Poderes monopólicos	¿Están sujetos a leyes comerciales ?	¿Auditoría independiente?	Composición del directorio y de comités
<u>Administración Nacional de Combustibles, Alcohol y Portland (ANCAP)</u>	Ente autónomo a cargo del Ministerio de Industria, Energía y Minería ⁸⁰	El regulador es la URSEA en la Presidencia.	Desde 1931, es un monopolio de los combustibles (importación, exportación y refinamiento de crudos, exportación de derivados del petróleo), producción de bebidas alcohólicas e importación y venta de asfalto y sus derivados. La Ley N.º 17,448 del 2002 que pone fin al monopolio de combustibles fue rechazada por el referéndum de dic. del 2003.	No	KPMG	Un directorio de 5 miembros designados políticamente ⁸¹ . El regulador da el visto bueno a las decisiones del directorio, limitando las funciones del directorio como órgano de supervisión. En cambio, el directorio actúa como órgano de gerencia.
<u>Usinas y Transmisiones Eléctricas (UTE)</u>	Ente autónomo a cargo de Ministerio de Industria, Energía, y Minería	El regulador es la URSEA en la Presidencia.	Su monopolio sobre el sector ha estado vigente desde 1911. La Ley N.º 16,832 eliminó el monopolio de la UTE en la generación de electricidad. La transmisión y distribución está bajo su competencia debido a su extensa red de infraestructura. Aún no se ha establecido una competencia real en el sector,	No	PWC	Directorio de 5 miembros (2 puestos no están ocupados), designados políticamente. El regulador, no el directorio, da el visto bueno a las principales decisiones de gerencia.
<u>Administración Nacional de Telecomunicaciones (ANTEL)</u>	Servicio descentralizado	El regulador es la URSEA en la Presidencia.	Monopolio del sector telefonía hasta el 2001 (mantiene el monopolio sobre la telefonía local), pero compite por otros servicios (por ejemplo, comparte el mercado de telefonía móvil con Telefónica Móviles y América Móvil).	No	PWC	Su directorio de 3 miembros (un puesto no está ocupado) es designado políticamente. El regulador da el visto bueno a las decisiones de inversión estratégica, contratación de personal, financiamiento, fijación de precios, y otras decisiones de gerencia.
<u>Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU)</u>	Ente autónomo a cargo de Ministerio de Economía y Finanzas	El regulador es una Superintendencia en el BCU.	n.a.	No	Deloitte	Directorio de 5 miembros (un puesto no está ocupado); comités de planificación, aprobación de créditos y de auditoría. Como en el caso de otras EP, su directorio es elegido por la rama ejecutiva del gobierno y confirmado por el Congreso.
<u>Banco de Seguros (BSE)</u>	Ente autónomo a cargo de Ministerio de Economía y Finanzas	El regulador es una Superintendencia en el BCU.	Monopolio público en el Sector Seguros hasta hace poco (todavía retiene un monopolio en seguros de accidentes laborales y enfermedades profesionales y todos los contratos de seguros de las EP).	No	KPMG	Su directorio de 3 miembros es designado políticamente. No existe un comité de auditoría a nivel del directorio.
<u>Administración de las Obras Sanitarias del Estado (OSE)</u>	Servicio descentralizado a cargo del Ministerio de Vivienda, Ordenamiento Territorial y Medio Ambiente	El regulador es la URSEA en la Presidencia.	Monopolio nacional.	No	Actualmente no tienen auditor independiente	Directorio de 3 miembros (un puesto no está ocupado). No cuenta con comités. Tiene un inspector general corporativo, responsable de la supervisión de los procesos operativos y financieros.

REFERENCIAS

- Banco Central del Uruguay, "Trimester Report of the Securities Market", julio, 2005.
- Banco Central del Uruguay, "Activities Plan of the Superintendency of Financial Intermediation Institutions", 2005.
- Luigi, Guiso (2005), "Trusting the Stock Market", University of Chicago.
- Ignacio Munyo, CERES, Uruguay, "The Determinants of Capital Structure: Evidence from an Economy without Stock Market".
- Luis de la Plaza, Sophie Sirtaine (2005), "A la Uruguaya" An Analysis of the 2002 Uruguayan Banking Crisis.
- Cámara de Industrias del Uruguay, Enfoques Económicos, enero, 2005.
- Cámara de industrias del Uruguay, 1ras Jornadas de Debate Industrial, noviembre, 2003.
- Cámara de Industrias del Uruguay.
- Espacio Industrial, Séptima Época – Año 7 – N.º 279 – julio, 2005.
- Antel Telecomunicaciones, Administración Nacional de Telecomunicaciones, "Estados Financieros", 31 de diciembre, 2004 y 2003.
- Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A., Boletín Mensual N.º 136/05, septiembre, 2005-10-14.
- Fanapel, Memoria y Estados Contables, Informe Anual 2003/2004.
- Bolsa de Valores, Panorama Anual, Año 2004.
- Bolsa de Valores, Informe Anual, 2004.
- Administración de las Obras Sanitarias del Estado, Memoria Anual, 2001.
- Administración Nacional de Combustibles, Alcohol y Portland (ANCAP), Informe dirigido al Directorio referente a la auditoría de los estados contables correspondientes al ejercicio anual finalizado, 31 diciembre de 2004.
- Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A., Memoria y Balance Anual 2004, 10 años, 2004.
- Información Complementaria al Balance General, diciembre. 2004.
- Administración de las Obras Sanitarias del Estado, Balance General, 2004.
- Administración de las Obras Sanitarias del Estado, Presupuesto por Programa, Ejercicio, Oficina de Planeamiento y Desarrollo, 2005.
- Administración de las Obras Sanitarias del Estado, Presupuesto por Programa, Ejercicio, Oficina de Planeamiento y Desarrollo, 2006.
- World Bank, Poverty Reduction and Economic Management Unit, Latin America and the Caribbean Region, "URUGUAY Sources of Growth", 8 de junio, 2005.
- World Bank, Poverty Reduction and Economic Management Unit, Latin America and the Caribbean Region, "Uruguay Policy Notes", febrero, 2005.
- World Bank, Unidad de Gestión a Cargo de Argentina, Chile, Paraguay y Uruguay, Región de América Latina y El Caribe, Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, Estrategia de Asistencia al País, para la Republica Oriental del Uruguay para el periodo FY05-FY10, 2005-2010.
- World Bank, URUGUAY - Financial Sector Mission Back to Office Report, mayo. 2005.

NOTAS

¹ Para mayor información acerca de las actividades del World Bank Group's Corporate Governance Department y el Programa ROSC, sírvase visitar: http://www.worldbank.org/ifa/rosc_cg.html.

² Información tomada de las transacciones de la BVM.

³ Datos del BCU. La mayor parte del deslistado se debió a adquisiciones multinacionales.

⁴ Indicadores del Banco Mundial, cifras correspondientes a los años 2002 y 2004, respectivamente.

⁵ Solo el 11% del total de activos de la empresa promedio en el Uruguay es financiado con crédito de largo plazo, estando el balance compuesto por 20% de deuda bancaria, 20% de crédito comercial, y 40% de autofinanciación. Ignacio Munyo, CERES, Uruguay, "The Determinants of Capital Structure".

⁶ Estimados de Pittaluga & Asociados.

⁷ En junio del 2004, los bancos de propiedad del estado representaban el 61% de los activos bancarios, y donde el BROU daba cuenta de 42% de esos activos (De la Plaza y Sirtaine 2005). Existen también 4 bancos cooperativos, 6 Casas Financieras y 6 bancos no-residentes (*offshore*).

⁸ En el informe trimestral del BCU, abril-junio, 2005, aparece un fondo de inversión operando.

⁹ Actualmente, 6 sociedades fiduciarias de fideicomiso financiero y 8 sociedades fiduciarias generales se han registrado ante el BCU. Los fondos fiduciarios son vehículos de inversión cuyos flujos de efectivo son de propiedad de la sociedad fiduciaria administradora, y están vinculados con un flujo particular de fondos (*e.g.*, ingresos) del emisor.

¹⁰ El sistema público de pensiones de jubilación —BPS—, es un sistema de reparto. Las Cajas Paraestatales, organizadas en términos de rubros ocupacionales (*e.g.*, para abogados, para banqueros) también proveen fondos de pensiones para jubilados. Dichas instituciones pueden poseer fondos de inversión e invertir en bonos corporativos, pero no en valores patrimoniales.

¹¹ Otro 4.5% es invertido en depósitos bancarios, y la porción principal —82%— está en valores emitidos por el gobierno y el BCU.

¹² Como también el Decreto N.º 335/990 de 1990 y los Decretos N.º 103/991, 105/991, 223/998, 274/998, 486/001 y 162/004.

¹³ El censo económico, 2003. Los datos por volumen de ventas o de activos no están disponibles. El estimado del número de firmas grandes (con activos superiores a \$300,000 y/o ingresos superiores a \$1 millón) es de alrededor de 300-500.

¹⁴ Las más importantes son: Usinas y Transmisiones Eléctricas (UTE), Administración Nacional de Combustibles, Alcohol y Portland (ANCAP), Administración Nacional de Telecomunicaciones (ANTEL), Obras Sanitarias del Estado (OSE), Primeras Líneas Uruguayas de Navegación Aérea (PLUNA), Administración de Ferrocarriles del Estado (AFE), Banco República (BROU), Banco de Seguros (BSE), Banco de Previsión Social (BPS), Banco Hipotecario (BHU), Administración Nacional de Correos (ANC), Administración Nacional de Puertos (ANP).

¹⁵ Adicionalmente, se encuentran vigentes los siguientes estatutos especiales: Decreto N.º 344/996 de 1996, Ley de intermediación financiera (Ley N.º 15,322 de 1982), Ley de sociedades anónimas (Ley N.º 11,073 de 1948), Ley de zonas francas (Ley N.º 15,921 de 1987), Ley de desmonopolización del mercado de seguros (Ley N.º 16,426 de 1993); Ley de creación del sistema previsional (Ley N.º 16,713 de 1995); Ley de cooperativas (Ley N.º 10.761); Asociaciones Civiles (Código Civil §21).

¹⁶ BCU, Recopilación de normas de control del mercado de valores: <http://www.bcu.gub.uy/autoriza/ggmvr/recvalores/recvalores.htm>; BEVSA, Manual de Registro de Emisores y Valores, BEVSA, Reglamento de Funcionamiento, BEVSA, Manual de Operaciones del Mercado de Valores: <http://www.bevsa.com.uy/ppal.html>; y las Circulares de inscripción y negociación de títulos valores de la BVM (no disponible en línea).

¹⁷ El prospecto contiene información básica tal como nombre de la empresa, tipo de empresa, actividades principales, dirección oficial; características de los valores; condiciones de la suscripción; descripción del negocio; contingencias legales; estatus financiero y proyecciones a futuro. Otras revelaciones a presentar en la inscripción incluyen la información concerniente a las empresas controladas y controladoras; una carta del abogado del emisor donde se describe los juicios pendientes o las acciones legales que podrían afectar su situación económica o financiera; estados contables de los últimos tres años; calificación de riesgo provisto por una agencia calificadora de riesgo registrada; actas de la AGA donde se aprueba la inscripción y/o el establecimiento de las condiciones de la emisión; y el acuerdo sobre el agente fiduciario.

¹⁸ El Plan del actividades de la superintendencia de instituciones de intermediación financiera – 2005, BCU, http://www.bcu.gub.uy/autoriza/sieras/plan_de_actividades_2005.pdf

¹⁹ Ley N.º 16.696 §14, Constitución Nacional §187.

²⁰ Decreto N.º 500/991 sobre procedimientos administrativos.

²¹ Constitución Nacional §196, 197, 198; Ley N.º 16.696.

²² Manual de Registro de Emisores y Valores de la BEVSA, §61; Reglamento de Emisores y Valores de la BVM §58, 59.

²³ Puestos sobre aviso, todos los operadores involucrados pueden ser contactados para proporcionar una explicación, y la BEVSA puede decidir dejar sin efecto una operación.

²⁴ La Ley N.º 17,904 (Ley de Rendición de Cuentas y Balance de Ejecución Presupuestal) de octubre del 2005, §13-16, estipula la presentación de información ante el RNC acerca de todos los nombramientos y remociones de los administradores, miembros del directorio o representantes de la empresa, acuerdos entre accionistas, y cambios en la dirección de la empresa. Las empresas tienen hasta el 1º de enero del 2006 para presentar la información relevante.

²⁵ AIN fue creada por la Ley N.º 16,736 de 1996, como un órgano desconcentrado dependiente del Poder Ejecutivo.

²⁶ LUSC §89, 409-16, Decreto N. 335/990, Decreto N.º 486/001.

²⁷ Con activos de \$300,000 o ingresos de \$1,000,000.

²⁸ LUSC §5, 7, 10, 361, 409-16, Decreto N. 335/990, Decreto N. 486/001.

²⁹ Una de las partes podría recuperar únicamente los costos cuando su contraparte haya actuado con "malicia temeraria". No existe una recuperación obligatoria para la parte que tenga éxito en el reclamo (C.G.P. Art 56, Código Civil §688).

³⁰ Las acciones deben ser registradas por tipo de actividad, incluidas: agricultura y crianza de ganado, intermediación financiera,

compañías de seguros, agencias de bolsa, transporte aéreo, servicios portuarios, radiodifusión, televisión por cable, farmacias, empresas de seguridad y edificios de departamentos en condominio. El procedimiento de inscripción de valores implica presentar el título de propiedad, la anotación en el respectivo libro de inscripción, y la firma de las dos partes involucradas en la transacción. En el caso de acciones inscritas no endosables (emitidas a nombre de una persona particular), el emisor necesita también ser notificado, y el título debe ser entregado al nuevo propietario. Las acciones inscritas endosables (emitidas a nombre del suscriptor original y a la orden del suscriptor original, con el nombre del tenedor que aparece en el Libro de Registro de Acciones), requieren el endoso y la entrega del título, la notificación del endosante al emisor con relación a la transferencia, la anotación de la transferencia en el Libro de Registro de Acciones, y la firma del endosante de los ítems en el Libro de Registro de Acciones. LUSC §303, 304, 305(3), 333.

³¹ LUSC §16, 93(3), 98, 99, 319, 320.

³² LUSC §284, 285, 295, 343-6, 361, 362, Decreto N.º 486/001.

³³ LUSC §325, 326, 328, 330.

³⁴ LUSC §118, 362, 402(10).

³⁵ Notificación de renuncia a derechos preferentes de suscripción; emisión o cambios en las acciones preferenciales o sus derechos; condiciones para la redención / amortización de acciones; propiedad subsidiaria; fusión, escisión, transformación; disolución; cambio de domicilio al extranjero; cambio en el giro del negocio; incremento de capital.

³⁶ LUSC §358. Con la presencia del 100% del capital y una aprobación unánime, cualquier materia puede pasar a orden del día.

³⁷ A las acciones preferenciales no se les podría otorgar derechos que no sean proporcionales a los aportes realizados. LUSC §25(2), 305, 307(2,3), 311, 322(2), 323.

³⁸ Decreto N.º 162/004; BCU, Circular N.º 2005/029; Recopilación de Normas de Mercado de Capitales, BCU, Libro I §6. El registro de acciones (que excluye las acciones al portador) solo puede ser obtenido vía una acción judicial en conformidad con la LUSC §339, y a solicitud del 10% de los accionistas, argumentando violaciones en contra de la legislación o los estatutos, y siempre y cuando hayan agotado los otros medios previstos en la ley o los estatutos.

³⁹ LUSC §331, BCU, Recopilación de Normas de Mercado de Capitales §6. Las cláusulas típicas de los acuerdos entre accionistas son las siguientes: designación de directores y principales ejecutivos; establecimiento de las mayorías requeridas para algunas resoluciones; fijar la porción de las ganancias que será distribuida como dividendos; establecer derechos de primera opción en el caso de venta de acciones; cláusulas de compra preferente / venta preferente de acciones de parte de los accionistas minoritarios.

⁴⁰ Por ejemplo, las redes de radio y televisión, las compañías de aviación, y las líneas de ómnibus para viajes de larga distancia, solo pueden ser de propiedad de uruguayos.

⁴¹ Por ejemplo, la adquisición de la Cia. Salus S.A. por el grupo Danone; y Montevideo Refrescos por Coca Cola Interamericana.

⁴² Ley N.º 15.322 (modificada por la Ley N.º 17.613), §43; Recopilación de Normas de Regulación y Control del Sistema Financiero, BCU, §17.1, 17.3; Recopilación de Normas para AFAP, BCU, §4.1; Ley N.º 16.426 §7; Ley N.º 16.774 §6; Decreto N.º 354/994 §19.

⁴³ Específicamente, la ley establece que las AFAP deben informar acerca de la posición adoptada en las asambleas de tenedores de bonos realizadas para modificar o reestructurar los términos y condiciones de una emisión pública de bonos. Por extensión, algunas AFAP interpretan que la votación debe ser informada en el caso de todas las inversiones en valores y en el caso de valores patrimoniales en particular, lo que no está explícitamente regulado.

⁴⁴ S&P ofrece una certificación voluntaria de “buenas practicas de inversión”, la que ha obtenido, por ejemplo, la AFAP Republica.

⁴⁵ LUSC §365-8, 370. En casos excepcionales y por serias razones, el juez puede suspender de oficio, o a pedido de parte, la ejecución de la resolución impugnada, siempre y cuando tal suspensión no cause daños a terceras partes. Si la suspensión la solicita el impugnante, deberá prestar garantía de acuerdo a las normas de los procesos cautelares. En el caso de impugnación de las resoluciones de la asamblea de socios, la LUSC estipula un mecanismo mediante el cual el juez puede publicar un edicto durante tres días en el diario oficial y en otro periódico, de modo que las partes interesadas puedan coadyuvar al demandante, dentro de un plazo de quince días después de la última publicación. En este caso, todos los impugnadores son representados por un procurador común (LUSC §369).

⁴⁶ Leyes N.º 17.008, 17.016, 17.060, 17.835, Recopilación de Normas de Regulación y Control del Sistema Financiero del BCU para instituciones financieras, Artículo 39.4º.

⁴⁷ Leyes N.º 5.350; 10.542; 10.570; 10.789; 12.590; 12.597; 12.840; 13.556; 14.159; 14.188; 14.320; 14.328; 14.407; 15.355; 15.996; 16.074; 16.713; 16.906; Decreto N.º 611/980.

⁴⁸ Ley de Consejos de Salarios N.º 10.449. Los consejos de salarios son entes tripartitos con representantes de los empleados, la empresa y el gobierno, y tienen la función de establecer los salarios mínimos para cada sector de la economía. Los salarios acordados mediante estos consejos son confirmados por el gobierno y pasan a ser de carácter obligatorio para las empresas de cada uno de los sectores involucrados.

⁴⁹ Código General de Proceso, §42.

⁵⁰ Código de Comercio; Ley de Concordato 2,230; Leyes N.º 8,045; 17,292; 17,613. El Concordato permite la renegociación de la deuda con los acreedores sin garantía con el consentimiento del 75% del crédito.

⁵¹ El registro de propiedad tiene información en forma electrónica acerca de propiedad mueble e inmueble desde 1995 en adelante, y también tiene planificado computerizar la información correspondiente al período 1975-1995.

⁵² BCU, Comunicación N.º 2003/189, <http://www.bcu.gub.uy/autoriza/ggsegg/segcco03189.pdf>.

⁵³ Recopilación de Normas de Mercado de capitales, BCU, Libro I, §7, 8. Las empresas que controlan deben presentar información consolidada (LUSC §89). Los emisores que controlan o son controlados deben presentar estados contables consolidados y un informe de compilación. Los emisores también presentan la aprobación de la AGA de los estados contables (BEVSA Manual de Registro de Emisores y Valores §14; BVM Reglamento de Registro de Emisores y Valores §14).

⁵⁴ Recopilación de Normas de Regulación y Control del Sistema Financiero, BCU, §24.1.

⁵⁵ Decreto N.º 253/001. Las grandes empresas son definidas como aquellas de cualquier tipo empresarial que cuentan con activos superiores a UR 30,000 (aproximadamente USD300,000) o ingresos netos superiores a UR 100,000 (aproximadamente USD1,000,000),

con excepción de las entidades financieras. Ellas también presentan un estado de activos fijos, intangibles y depreciación, y, de ser aplicable, estados contables consolidados y el informe de compilación.

⁵⁶ Recopilación de Normas de Mercado de capitales, BCU, Libro I, §40.

⁵⁷ La AIN tiene los estados contables de 3758 firmas según un estudio reciente (Ignacio Munyo, CERES, “The Determinants of Capital Structure: Evidence from An Economy Without Stock Market”), de los cuales cerca de 2000 son de empresas no-residentes, y el número de firmas no financieras privadas que operan localmente y tienen informes anuales no es obtenible a partir de los registros de la AIN.

⁵⁸ LUSC §321. Sobre Compensación, véase este artículo de la ley en la página web del BCU; por ejemplo, www.bcu.gub.uy/autoriza/ggmvrfgaladomvrfasam300405.pdf.

⁵⁹ Decreto N.º 162/004; Circular 2005/029 del BCU.

⁶⁰ Decreto N.º 253/001; Recopilación de Normas de Regulación y Control del Sistema Financiero, BCU, §24.1; Recopilación de Normas de mercado de capitales, BCU, §7, 8; Manual de Registro de emisores y valores de BEVSA §14; Reglamento de emisores y Valores de BVM; §14; BCU, Circular N.º 81; Decreto N.º 162/004. Las normas del BCU difieren de las NIA en que aquellas requieren un ajuste parcial por inflación, no requieren incluir en el balance los impuestos diferidos, permiten cargos diferidos en los activos (con autorización del BCU), no siguen los mismos criterios de revelación, y permiten cláusulas referidas a la responsabilidad genérica.

⁶¹ Recopilación de Normas de Mercado de Capitales, Libro I, §9; Recopilación de Normas de Regulación y Control del Sistema Financiero, BCU, Libro I, §7.

⁶² BEVSA, Manual de Registro de Emisores y Valores §14, sub-capítulo 3.2; BVM, Reglamento de Registro de Emisores y Valores §29.

⁶³ Un anteproyecto de resolución del BCU prohíbe a los auditores realizar ciertos servicios: teneduría de libros, servicios contables; diseño de sistemas de información financiera y realización de consultorías; servicios de valuación y otros similares; servicios actuariales; servicios de auditoría interna, servicios legales.

⁶⁴ Recopilación de Normas de Mercados de Capitales, BCU, Libro I, §9.1; Circular N.º 1.733.

⁶⁵ Con frecuencia la tercera persona es el auditor externo, un abogado, o un director seleccionado externamente, en el caso de las firmas internacionales.

⁶⁶ Recopilación de Normas de Regulación y Control del Sistema Financiero, BCU, §35, 36.

⁶⁷ BEVSA, Manual de Registro de Emisores y Valores §17; BVM, Reglamento de Registro de Emisores y Valores §23. Entre los ejemplos de eventos significativos señalados en la ley, están: cambios en el control de la empresa; la conversión de una sociedad abierta en una cerrada, fusión, escisión, disolución; bancarota; procesos judiciales relevantes; cambios relevantes en la estructura de los activos y pasivos de la empresa; cambios en los derechos otorgados por los valores emitidos por la empresa; adquisición por parte de la empresa de sus propias acciones; cambios en la política de distribución de dividendos o demoras en la distribución de los mismos; ejecución, modificación sustantiva o cancelación de un acuerdo principal para la empresa (BEVSA, Manual de Registro de Emisores y Valores §18; BVM, Reglamento de Registro de Emisores y Valores §24).

⁶⁸ LMV §39; LUSC §456, 457, 464. Los fondos de fideicomiso requieren por ley un fideicomisario, a quien se le transfiere la propiedad del flujo de activos.

⁶⁹ Recopilación de Normas de Regulación y Control del Sistema Financiero, BCU, Libro I, §3.6: buena conducta, sin procesos legales o insolvencia, y altos estándares éticos.

⁷⁰ Los directores nombrados por los tenedores de una serie de acciones o de acciones preferenciales podrían ser revocados solo por estos mismos, a menos que la AGA haya resuelto interponer una demanda por responsabilidad legal en contra de algunos o exista una causal de incapacidad, prohibición o inhabilitación para ejercer el cargo. (LUSC §377, 381).

⁷¹ Simon Wong, “Improving Corporate Governance in SOEs: an Integrated Approach”, *Corporate Governance International*, 7(2) 2004.

⁷² Por ejemplo, Puerto de Montevideo en 1901, Usinas Eléctricas del Estado (UTE) en 1911, Frigorífico Nacional en 1928, y Administración Nacional de Combustibles, Alcohol y Portland (ANCAP) en 1931, como también Obras Sanitarias del Estado (OSE) en 1947, Primeras Líneas Uruguayas de Navegación Aérea (Pluna) en 1951, Administración de Ferrocarriles del Estado (AFE) en 1952, Administración Nacional de Telecomunicaciones (ANTEL) en 1974, y Administración Nacional de Correos (ANC) en 1996 (<http://www.uc.org.uy/rs150802.htm>).

⁷³ Artículo 221º de la Constitución. Las EP más importantes son: BROU, BHU, Banco de Seguros del Estado (BSE), Administración de los Ferrocarriles del Estado (AFE), Administración Nacional de Puertos (ANP), Administración Nacional de Correos (ANCO), Administración Nacional de Telecomunicaciones (ANTEL), Administración Nacional de Combustibles, Alcohol y Portland (ANCAP), Usinas y Transmisiones Eléctricas (UTE), Administración de las Obras Sanitarias del Estado (OSE).

⁷⁴ La OPP depende directamente de la Presidencia, y es independiente del Parlamento.

⁷⁵ En el caso de los servicios descentralizados, a diferencia de las entidades autónomas, el Ejecutivo tiene más poder para aprobar normas y circulares de BD, y define más decisiones.

⁷⁶ El Tribunal de Cuentas de la República (TCR) es la máxima institución de auditoría y es independiente del Poder Ejecutivo. El presidente del Tribunal es nombrado por el Poder Legislativo.

⁷⁷ La Oficina Nacional de Servicio Civil depende directamente de la Presidencia, y es independiente del Parlamento.

⁷⁸ Constitución Nacional, Artículo 187º. Los directores son propuestos por el Poder Ejecutivo y requieren la aprobación de 3/5 del Parlamento para ser nombrados.

⁷⁹ Ordenanza N.º 81 del Tribunal de Cuentas.

⁸⁰ Las EP uruguayas se dividen en dos tipos: ente autónomos y servicios descentralizados. La diferencia es sutil, en términos del grado de poder del Ejecutivo para supervisar el manejo de la entidad.

⁸¹ Al igual que en la mayoría de EP, algunos de los puestos en el directorio se hallan en la actualidad desocupados, luego del fracaso del partido de oposición de designar candidatos para sus sitios asignados en el directorio.

TÉRMINOS/ACRÓNIMOS

AFAP: Administradoras de Fondos de Ahorro Provisional
AGA: Asamblea General Anual (de accionistas)
AIN: Auditoría Interna de la Nación
AMV: Área Mercado de Valores y Control de AFAP (Regulador de Valores del Uruguay)
BCU: Banco Central de Uruguay
BVM: Bolsa de Valores de Montevideo
BEVSA: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Voto acumulado: El voto acumulado le permite a los accionistas minoritarios emitir todos sus votos por un candidato. Supóngase que una empresa negociable en la bolsa tiene dos accionistas, uno que tiene 80% de los votos y otro el 20%. Se necesita elegir a cinco directores. Generalmente, cada accionista debe votar por separado por cada director. El accionista mayoritario obtendría los cinco cargos, en la medida que siempre ganará por votación al accionista minoritario por 80:20. El voto acumulado permitirá al accionista minoritario emitir todos sus votos (cinco veces 20 por ciento) por un miembro del directorio, permitiendo de esta manera al candidato o candidata de su elección ganar ese puesto.
AGE: Asamblea General Extraordinaria (de accionistas)
NIA: Normas Internacionales de Auditoría
NIIF / NIC: Normas Internacionales de Información Financiera (anteriormente Normas Internacionales de Contabilidad)
LMV: Ley de Mercado de Valores N.º 16,749 de 1996
LUSC: Ley de Sociedades Comerciales N.º 16,060 de 1989
MEF: Ministerio de Economía y Finanzas
Derechos preferentes de suscripción: Los derechos preferentes de suscripción les otorgan a los accionistas existentes una oportunidad para negociar las acciones de una nueva emisión antes de ser ofrecida a otros. Estos derechos protegen a los accionistas de la reducción del valor y el control cuando se emiten nuevas acciones.
Representación proporcional: La representación proporcional les otorga a aquellos accionistas que cuentan con un cierto porcentaje fijo de acciones, el derecho a designar a un miembro del directorio.
Estructuras piramidales: Las estructuras piramidales son estructuras de <i>holdings</i> y <i>subholdings</i> a través de las cuales la propiedad y el control se construyen por capas. Permiten que ciertos accionistas mantengan el control a través de múltiples niveles de propiedad, mientras que al mismo tiempo comparten la inversión y el riesgo con otros accionistas en cada nivel de propiedad intermedia.
RNC: Registro Nacional de Comercio
TPR: Transacciones entre partes relacionadas. Los principios de la OCDE de Gobernanza Corporativa sostienen que es importante para el mercado conocer si una empresa está funcionando con el debido respeto a los intereses de todos sus miembros. Es por eso esencial para la empresa revelar completamente al mercado las transacciones materiales entre partes relacionadas, incluyendo si se han dado en condiciones de imparcialidad y en términos normales de mercado. Las partes relacionadas pueden incluir a entidades que controlan o tienen un control común con la empresa, y a los accionistas significativos, tales como familiares o gerentes principales.
Acuerdo de accionistas: Un acuerdo entre accionistas acerca de la administración de la empresa por lo general incluye derechos de primera opción y otras restricciones referidas a la transferencia de acciones, aprobación de transacciones de partes relacionadas y designación de directores.
EP: Entes Autónomos y Servicios Descentralizados (Empresas Públicas).
Derecho de exclusión de minoritarios: El derecho de exclusión de minoritarios es el derecho de un accionista mayoritario de una empresa a forzar a los accionistas minoritarios a venderles sus acciones. El derecho de venta de los minoritarios al mayoritario es la imagen especular del derecho de exclusión: un accionista minoritario puede obligar a accionista mayoritario a comprar sus acciones.
Síndico: Un "órgano de control interno" empresarial, que puede ser un solo controlador o un órgano constituido por varios miembros. El síndico monitorea el cumplimiento de los estatutos y de la normatividad por parte de la gerencia y el directorio, examina los libros de la empresa y puede solicitar la preparación de cuentas, verifica los estados contables anuales, informa a la AGA, responde a los reclamos de los accionistas, y proporciona información a los accionistas minoritarios y puede convocar a una AGE, o a la AGA en caso el directorio no lo haga. El síndico es considerado un instrumento para proporcionarles una voz a los accionistas minoritarios, y normalmente existe un mecanismo para que los accionistas minoritarios soliciten la constitución de un síndico si los estatutos de la empresa no lo contemplan.
Derecho de venta preferente de acciones (tag-along right): El derecho de los inversores minoritarios a vender sus acciones, ante un cambio de control, en los mismos términos que el accionista mayoritario.
Derechos de retiro: Los derechos de retiro (conocidos también como "minoría oprimida" [<i>"oppressed minority"</i>], valuación, [<i>"appraisal"</i>] o "compra") otorgan a los accionistas el derecho a que la empresa compre sus acciones en caso ocurran ciertos cambios fundamentales en la empresa.

Este informe es uno de una serie de evaluaciones nacionales sobre gobernanza empresarial llevada a cabo por el programa Informes sobre el cumplimiento de normas y códigos (ROSC). Las evaluaciones ROSC de gobernanza corporativa analizan el marco legal y regulatorio, las actividades que impulsan su cumplimiento, las prácticas empresariales y el cumplimiento del sector privado, y evalúa comparativamente las prácticas de las firmas listadas y la observancia de los Principios de Gobernanza Corporativa de la OCDE.

Estas evaluaciones:

- Emplean una metodología consistente para evaluar las prácticas de gobernanza empresarial nacional.
- Proporcionan un parámetro a través del cual los países pueden evaluarse ellos mismos y estimar el progreso en las reformas de la gobernanza corporativa.
- Fortalecer la reforma de la propiedad en los países evaluados a través del fomento de la interacción fecunda entre usuarios, inversores, reguladores y quienes toman las decisiones públicas.
- Sentar las bases para un diálogo sobre políticas que pueda tener como resultado la implementación de las recomendaciones de políticas.

Para ver la relación completa de los ROSC publicados, sírvase visitar
http://www.worldbank.org/ifa/rosc_cg.html

Para conocer más acerca de la gobernanza corporativa, sírvase visitar la página web de IFC/World Bank's corporate governance resource en: <http://rru.worldbank.org/Themes/CorporateGovernance/>

Contáctenos en CGROSC@worldbank.org