



PONTIFICIA UNIVERSIDAD
CATÓLICA DE CHILE
VICERRECTORÍA DE COMUNICACIONES
Y ASUNTOS PÚBLICOS

TEMAS DE LA AGENDA PÚBLICA

Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile

FERNANDO LEFORT

Escuela de Administración
Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas UC



Año 3 / Nº 23 / diciembre 2008

Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile¹

FERNANDO LEFORT

Escuela de Administración
Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas UC

I. Introducción

El gobierno corporativo puede ser definido como el conjunto de instancias y prácticas institucionales que influyen en el proceso de toma de decisiones de una empresa, contribuyendo a la creación sustentable de valor en un marco de transparencia y responsabilidad empresarial. Así, un adecuado gobierno corporativo debe alinear incentivos y promover el respeto a los derechos de los accionistas y grupos de interés que participan directa o indirectamente en la empresa, con el fin de garantizar una distribución de las rentas que incentive la realización de las inversiones necesarias para el desarrollo de la compañía.²

En términos conceptuales, un buen gobierno corporativo debe hacerse cargo de tres características clave de las empresas modernas: (i) la responsabilidad limitada; (ii) la propiedad común; y (iii) la especificidad de las inversiones requeridas por la empresa.

La responsabilidad limitada es un privilegio otorgado por la sociedad civil que consiste en limitar la responsabilidad de los accionistas de una empresa al monto de sus inversiones en caso de quiebra. Como contrapartida, y particularmente en el caso de las sociedades anónimas, el buen gobierno de éstas debe promover la transparencia, entregando al mercado más información acerca de sus negocios y actividades, que la que habitualmente entregarían otras organizaciones privadas.

En segundo lugar, el gobierno de una empresa debe hacerse cargo de los problemas derivados de la propiedad común. El alcance y crecimiento de las sociedades anónimas dependen crucialmente de la afluencia de aportes de diversos accionistas que compartirán la propiedad de los activos de la empresa. El problema es que la propiedad común de un activo requiere necesariamente algún grado de delegación de la autoridad de los dueños en quienes ejercerán la administración, con el fin de evitar una ineficiente gestión común de la empresa. Sin embargo, en presencia de información asimétrica, la delegación de la autoridad da origen al llamado “problema de agencia”, el que debería ser minimizado por un buen gobierno corporativo.

En tercer lugar, la creación de riqueza en una empresa depende crucialmente de la disponibilidad de activos específicos que aporten sinergias, complementariedades y externalidades positivas. Los activos genéricos, aunque importantes, tienden a ser contratados a un precio de mercado que hace que el valor presente neto obtenido por la empresa a partir de su utilización sea cero.³ Así, un buen gobierno corporativo debe crear los incentivos adecuados para que los diferentes participantes en la empresa estén dispuestos a aportar activos específicos que contribuyan a la generación de valor. El problema es que a mayor especificidad de los activos, menor es el costo de oportunidad externo de éstos y, por lo tanto,

1 Se agradecen los comentarios de Alejandro Ferreiro e Ignacio Irrarrázaval. Sin embargo, el contenido final es de mi exclusiva responsabilidad. El desarrollo de este estudio recibió el apoyo de la Dirección de Asuntos Públicos UC y del Programa Bicentenario de Ciencia y Tecnología en el contexto del concurso de Anillos en Ciencias Sociales, SOC-04.

2 Definición extraída de los “Principios Generales de Gobierno Societario para las Empresas Chilenas”, Centro para el Gobierno de la Empresa, 2007.

3 De hecho, la tendencia actual es a subcontratar estos activos a empresas externas.

menor será su capacidad para negociar en la repartición *ex post* de las rentas totales netas generadas por la empresa. Esto implica que existirá una tendencia a la subinversión en activos específicos que debe ser contrarrestada por un buen gobierno corporativo. En el contexto del gobierno corporativo en países anglosajones se denomina *stakeholders* a quienes, directa o indirectamente, tienen un interés en la empresa, es decir, que participan en ella aportando algún tipo de activo específico. Es por esto, que se plantea que un buen gobierno corporativo debe equilibrar y respetar los derechos de todos sus *stakeholders* o grupos de interés.

En las empresas modernas, en la práctica, el gobierno corporativo se estructura a través de muchos mecanismos que interactúan entre sí en un delicado equilibrio. La implementación y funcionamiento de algunos de estos mecanismos son responsabilidad de los participantes directos en las empresas, mientras que otros son provistos por agentes externos a las compañías como el Gobierno o los mercados. A los mecanismos cuya implementación es responsabilidad de la empresa se los conoce como internos, y entre ellos destaca la estructura de propiedad y control, la junta de accionistas, el directorio, los mecanismos de monitoreo y compensación de los ejecutivos, y los sistemas de control interno. Sin embargo, no todo es responsabilidad directa de la empresa. Así, por ejemplo, la calidad de la legislación, supervisión oficial y los estándares contables, entre otros, afectan el gobierno corporativo de las empresas en forma importante aunque ellas puedan influir escasamente en su diseño e implementación.

En términos muy simples, la estructura interna de gobierno corporativo de una empresa es la siguiente. En la cúspide de la pirámide organizacional, los accionistas detentan el derecho sobre el control de la compañía. Así, a pesar de que diversos grupos de interés o *stakeholders* contribuyen al funcionamiento de una empresa, se reconoce que los accionistas son los principales aportantes del capital necesario para que ésta logre sus objetivos. En la sociedad anónima, los accionistas ejercen su derecho sobre el control de la compañía a través de la junta de accionistas. Al respecto, es importante notar que una característica esencial de la sociedad anónima es el mecanismo de decisión por mayoría en la junta de accionistas y la representación proporcional del capital en ella. Por lo anterior, los mecanismos internos del gobierno de

la empresa deben promover la relación “una acción - un voto” para favorecer la participación de los accionistas en el proceso de toma de decisiones de la compañía y su adecuada representación en el directorio.

Efectivamente, debido al régimen de propiedad común que es característico de las sociedades anónimas, los accionistas deben separar la propiedad de la compañía de su administración a través de la delegación de su autoridad en un directorio que los representa, el que es elegido a través de votación proporcional en la junta de accionistas. Este proceso de separación de la propiedad de los activos de su administración es crucial para aumentar la eficiencia de la gestión y permitir que la empresa atraiga a inversionistas diversos dispuestos a aportar capital que pueda ser transformado y especializado en la forma de activos que agreguen valor a la compañía. Sin embargo, la separación entre la propiedad y la administración genera un problema de incentivos o problema de agencia, en tanto que los dueños delegan su autoridad en agentes cuyos incentivos difieren de los suyos, siendo imposible establecer un contrato completo que regule la relación entre accionistas y ejecutivos.⁴

Por lo anterior, el directorio constituye una instancia clave del gobierno de la empresa. De hecho, el directorio asume la representación de los intereses de los accionistas y los directores deben comprometerse a cumplir cabalmente los deberes de cuidado y lealtad hacia todos ellos. Esto es, los directores deben actuar informadamente con el cuidado y diligencia debidos para impulsar la creación de valor en la empresa, en un marco de responsabilidad empresarial y cumplimiento de la normativa vigente. Además, en todas sus decisiones el directorio deberá actuar en el mejor interés y para el beneficio exclusivo del provecho social. Entre otras importantes funciones, es responsabilidad del directorio el nominar, dirigir y monitorear al equipo de ejecutivos que administra la compañía. Una buena estructura de mecanismos internos de gobierno en la empresa debe asegurar además, el flujo continuo de información, relevante y confiable, desde el nivel operacional hacia el directorio y la junta de accionistas, sin olvidar el mercado. El rol de los ejecutivos en implementar y administrar este flujo de información es, por lo tanto, clave.

Sin embargo, la calidad del gobierno de una empresa también depende de aspectos externos a la compañía como las leyes, regulaciones y el grado de desarrollo

4 Según Hart (1995), éstas son las condiciones básicas que hacen necesaria la implementación de un gobierno corporativo en la empresa.

de los mercados en los que la empresa se desenvuelve. Así, por ejemplo, las reformas a las leyes del mercado de capitales impactan la calidad del gobierno societario de las empresas al modificar los requerimientos legales a la gestión de los flujos de información, entre otros. Por otro lado, el desarrollo del mercado de capitales aumenta la liquidez de las acciones y contribuye a mejorar la calidad del procesamiento de la información por parte de los analistas. Además, mercados más competitivos mejoran la posición negociadora de determinados factores, como la capacidad de gestión, y afectan la repartición de rentas en la empresa. Finalmente, un mercado activo por el control corporativo incentiva a los controladores a mejorar la gestión de los activos.

La teoría económica y la evidencia internacional sugieren que existe un delicado balance entre los diferentes mecanismos de gobierno corporativo. Así, cuando los mecanismos externos derivados de las regulaciones y el funcionamiento de los mercados se modifican, éstos impactan en la estructura interna de gobierno corporativo de la compañía. En economías con baja protección legal a los inversionistas, por ejemplo, la mejor forma de protegerse parece ser eliminando el problema vertical de agencia, aumentando la concentración en la propiedad de la empresa y generando algún tipo de accionista controlador -otra empresa, una familia, un banco o el Estado- que ejerza un rol activo en la administración de la compañía. Esta solución de gobierno corporativo no está exenta de problemas. La existencia de un accionista controlador implica que los accionistas minoritarios, así como otros inversionistas y grupos de interés o *stakeholders*, se encuentran expuestos al problema horizontal de agencia, en cuanto implícitamente delegan su autoridad en él. La evidencia internacional indica que esta situación es la generalidad en la mayoría de las economías del mundo.

II. Gobierno corporativo en Chile

1. Estructuras de propiedad y control

Al igual que en la mayoría de los países, las empresas en Chile presentan una muy alta concentración de propiedad y gran parte de ellas están directa o indirectamente

controladas por un grupo económico.⁵ Generalmente, estos grupos controlan varias empresas a través de estructuras de propiedad piramidal y series accionarias con derechos preferentes de voto. Estos factores condicionan el gobierno corporativo de las empresas chilenas y el impacto que algunas de las reformas que en la actualidad está proponiendo el Gobierno pueden tener sobre su funcionamiento.

En Chile, el mayor accionista de las empresas no financieras listadas en bolsa posee en promedio el 55% de las acciones, mientras que los cinco mayores accionistas suman el 80% del total de acciones.⁶ Estos altos niveles de concentración de propiedad implican claramente, que en las empresas chilenas el control corporativo es ejercido firmemente por los accionistas mayoritarios. Es por eso, que una de las principales preocupaciones en relación al gobierno corporativo en Chile, es la posible divergencia de intereses entre accionistas controladores y minoritarios. Es decir, entre los accionistas que simplemente aportan capital y los que además ejercen el control.

El problema de agencia horizontal resultante, discutido inicialmente en Jensen y Meckling (1976), se origina debido a que los accionistas controladores financian sólo parcialmente el costo de sus decisiones. La diferencia de intereses o conflicto de agencia horizontal se exagera por el uso de estructuras, como las pirámides y acciones preferentes, diseñadas para retener el control de la empresa aumentando la proporción del financiamiento provisto por los accionistas minoritarios. Otra fuente potencial de conflicto de interés se genera en el caso de los grupos económicos. En ese caso, el origen del conflicto se encuentra en la diferencia de percepción del límite de la empresa entre accionistas controladores y accionistas minoritarios. Mientras que para los primeros, el límite de la empresa es más difuso y tiende a abarcar las diferentes sociedades controladas por el grupo económico, para los accionistas minoritarios de una empresa particular del grupo, lo único relevante es la generación de utilidades en la empresa de la que son accionistas. En este contexto, un buen gobierno corporativo debería considerar los límites legales de la empresa y asegurar que todas las transacciones con partes relacionadas se

⁵ Un grupo económico es un grupo de empresas ligadas a través de relaciones de propiedad y controladas por una familia local, un grupo de inversionistas actuando en conjunto o, como ha ocurrido recientemente, por una compañía extranjera.

⁶ Esta evidencia probablemente subestima la concentración de propiedad efectiva por dos razones. Por un lado, las grandes empresas consideradas en la muestra tienden a estar menos concentradas que las empresas más pequeñas, y por otro, generalmente una gran parte de los cinco mayores accionistas representan, de hecho, al mismo propietario final.

hicieran a precio de mercado y para el exclusivo beneficio del interés social.

La Figura 1 a continuación, muestra la forma en la que se separa la propiedad del control usando estructuras piramidales en un grupo económico. El holding en la figura controla a todas las compañías que cuelgan de él. Sin embargo, la propiedad de los flujos de caja difiere entre las distintas empresas del grupo. Así, por ejemplo, mientras que el holding recibe el 100% de los dividendos pagados por A1, únicamente recibe el 30% de los dividendos pagados por F3 (0,673).

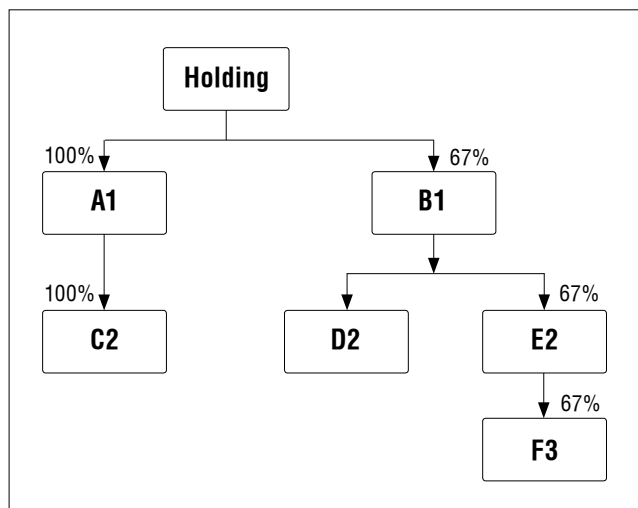
Lefort y Walker (2000; 2007) muestran que el 68% de las empresas chilenas listadas no financieras están controladas por uno de aproximadamente cincuenta grupos económicos, representando el 91% de los activos de las compañías no financieras listadas en los mercados bursátiles chilenos. Los grupos económicos chilenos son estructuralmente relativamente simples. La forma más común de separar los derechos de voto de los derechos de flujo de caja es a través de simples estructuras de pirámide, con solamente un tercio de las compañías listadas afiliadas en los niveles 2 y 3 de la estructura piramidal. Además, sólo el 7.5% tienen acciones de clase dual. A pesar del uso de estas estructuras, sin embargo, los accionistas controladores en Chile aportan una fracción muy importante del financiamiento de sus em-

presas, lo que de alguna manera indica que el potencial problema de agencia referido anteriormente puede no ser tan importante.

La identidad de los accionistas controladores ha cambiado durante las últimas décadas. Aunque las familias locales todavía son muy importantes, la propiedad y el control de algunas compañías locales emblemáticas han sido transferidos a equipos de ejecutivos y especialmente, a compañías extranjeras a través de diversas fusiones y adquisiciones. Además, durante los últimos quince años muchas de las mayores empresas chilenas han sido listadas en las bolsas norteamericanas a través del mecanismo de ADR (*American Depositary Receipts*). Estos procesos de internacionalización de nuestras empresas han tenido, sin duda, efectos importantes sobre las prácticas de gobierno corporativo en Chile.

Por otro lado, a pesar de la privatización masiva de compañías estatales ocurridas durante los setenta y ochenta, el Estado aún es un importante accionista en muchas empresas. Además en muchos casos, el proceso de privatización moldeó en forma importante la configuración de las estructuras de propiedad y control de las compañías privatizadas. Como ha quedado de manifiesto en el caso de Empresa de Ferrocarriles del Estado (EFE), el gobierno corporativo de las empresas públicas enfrenta desafíos aún mayores que el de las empresas privadas. El origen del problema es que los dueños de las empresas públicas, en este caso todos los chilenos, delegan su autoridad en representantes de sus intereses a través de múltiples instancias que involucran dimensiones políticas y económicas. En la práctica, esto implica que los intereses de quienes finalmente gestionan estas empresas no se encuentren bien alineados con los de sus legítimos dueños.

Figura 1. Estructura piramidal de control corporativo



2. Inversionistas institucionales

Los inversionistas institucionales, en particular los fondos de pensión, han jugado un papel muy importante en el gobierno corporativo en Chile. Su temprana reforma, seguida por reformas en Argentina, Colombia, Perú y México, significó la aparición de una nueva clase de proveedores de capital en la región. Adicionalmente, la reforma de pensiones gatilló reformas a las leyes del mercado de capitales y sociedades, las que han ayudado a mejorar la protección a los accionistas minoritarios.⁷

⁷ Walker y Lefort (2002) dan varios ejemplos que indican que la reforma al sistema de pensiones se relaciona con la acumulación de “capital institucional”, creando un marco legal más dinámico, aumentando la especialización, innovación, transparencia y equidad de los mercados de capital y mejorando las prácticas de gobierno corporativo. También presentan evidencia estadística consistente con la hipótesis de que la reforma de fondos de pensión reduce el costo de capital de la empresa, reduce la volatilidad de precios y aumenta los volúmenes transaccionales.

En particular, el sistema de fondos de pensiones privados ha afectado positivamente el gobierno corporativo de las empresas chilenas a través de tres canales. En primer lugar, ha originado reformas al sistema legal y de supervisión en el que se desenvuelven las empresas mejorando los mecanismos externos regulatorios de gobierno corporativo. En segundo lugar, el crecimiento de los fondos y del monto de sus transacciones ha aumentado la liquidez del mercado de capitales, la profesionalización de los intermediarios financieros y ha incrementado la adopción de tecnologías más avanzadas y costo-eficientes de transacción, mejorando los mecanismos externos privados del gobierno corporativo de las empresas chilenas. Finalmente, la acción directa de monitoreo e intervención de los Administradores de Fondos de Pensiones (AFP) ejerciendo sus derechos como accionistas minoritarios y/o tenedores de bonos, ha mejorado los mecanismos internos de gobierno societario de las empresas.

La evidencia empírica muestra que la acción de monitoreo de las inversiones de los fondos de pensiones en las empresas contribuye a mejorar el gobierno corporativo de éstas, reduciendo su costo de capital. En particular, Lefort y Walker (2007) muestran que las empresas en las que las AFP invierten, valen un 14% más que las de aquellas en las que no invierten.

Probablemente, el principal aporte de los inversionistas institucionales en el gobierno corporativo de las empresas chilenas tiene relación con la labor de monitoreo y negociación que las AFP realizan para resguardar sus propios intereses como inversionistas. Lefort (2008) describe y analiza una larga lista de intervenciones de las Administradoras de Fondos de Pensiones conducentes a mejorar las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades anónimas chilenas. Éstas incluyen acciones específicas tomadas por las administradoras en el ejercicio de sus derechos como accionista o tenedor de bonos, conducentes a modificar los términos de una operación societaria que podría perjudicar los intereses del fondo. A través de estas intervenciones las AFP han contribuido a proteger los derechos de los accionistas minoritarios contribuyendo al gobierno corporativo de las empresas chilenas.

3. El directorio

Salvo en aquellas materias sociales que son de exclusiva competencia de la junta de accionistas, el directorio es la principal instancia del gobierno de la empresa. Los directores deben ejercer la administración de la compañía en representación de todos los accionistas y sus decisiones deben buscar la creación sostenible de valor en la empresa.

Debido a la alta concentración de propiedad en nuestras empresas, la gran mayoría de los directores de las sociedades anónimas son elegidos con los votos de los accionistas controladores. Este efecto se amplifica por el uso de las estructuras piramidales y cuando existen, con las series preferentes. Por lo anterior, en casi la totalidad de los directorios chilenos, la mayoría de los directores son personas estrechamente relacionadas con el grupo controlador de la empresa. El principal riesgo asociado a esta situación es que se genere una dinámica de directorio similar a la de un consejo asesor del accionista controlador.

En los últimos años se ha enfatizado la importancia de la presencia de directores independientes. Como se vio anteriormente, la independencia de los directores es en relación con quien ejerce directamente la gestión de la empresa. En el caso chileno, la presunción obvia es que ésta es realizada directa o indirectamente por los accionistas mayoritarios, de ahí la denominación de accionista controlador, y por lo tanto, la independencia del director se establece con respecto a éste. De hecho, la Ley de Sociedades Anónimas establece que son directores independientes aquellos que no requirieron de los votos del controlador para ser elegidos.⁸

Las Administradoras de Fondos de Pensiones son el principal accionista minoritario de sociedades anónimas chilenas, y contribuyen con sus votos a elegir casi el 8% de los directores de las principales empresas de Chile. Aunque los directores comprometen deber de lealtad y cuidado a todos los accionistas, sin importar el origen de los votos que contribuyeron a su elección, los directores elegidos por las AFP juegan un importante papel en velar, entre otras cosas, porque aquellas transacciones

⁸ Hillman y Dalziel (2003) recomiendan que un directorio presente un equilibrio adecuado entre miembros independientes y no-independientes para proporcionar capacidades de supervisión y recursos estratégicos a la compañía. *Securities Exchange Commission* (SEC) distingue entre directores no-independientes y afiliados. Mientras que un miembro no-independiente es una persona relacionada con la compañía a través de un trabajo o una relación de negocios material como proveedor o competidor, un miembro afiliado es un accionista importante de la compañía, un accionista que controla o una persona relacionada con el accionista que controla de la compañía. Sin embargo, en Chile, debido al involucramiento de los accionistas controladores en la gestión de la empresa, la diferencia entre ambas definiciones es menos precisa.

en las que uno o más miembros del directorio puedan tener un conflicto de interés se realicen en las mejores condiciones posibles para la empresa. En consideración a esta responsabilidad, las AFP han buscado profesionalizar el proceso de nominación de candidatos a director a través del uso de empresas de *head-hunting* y han buscado optimizar el ejercicio de sus derechos de voto en junta de accionistas con el fin de maximizar el número de directores elegidos por ellas.

Usando una muestra de 170 empresas listadas no financieras, Lefort y Urzúa (2007) estudian la evolución de la composición de los directorios en Chile y analizan el efecto sobre el valor de las empresas chilenas de la participación de directores independientes. El estudio confirma la tendencia a la incorporación de directores profesionales, elegidos por los accionistas controladores, y muestra que, después de corregir por las características de las empresas y la potencial endogeneidad, la presencia de directores independientes aumenta significativamente el valor de las empresas en Chile.

4. Marco regulatorio del gobierno corporativo en Chile

Las leyes del Mercado de Valores y de Sociedades Anónimas forman el marco jurídico que rige a los mercados de capitales y las empresas en Chile. El cuerpo principal de ambas leyes fue escrito en 1981 y sufrió diversas reformas durante las siguientes dos décadas. Sin embargo, la primera reforma inspirada en el mejoramiento del gobierno corporativo se produjo mediante la aprobación de la Ley 19.705 del año 2000, mejor conocida como la Ley de OPAS o del Gobierno Corporativo.

La Ley de OPAS introdujo importantes cambios legislativos que buscaban mejorar las prácticas de gobierno corporativo de las empresas chilenas y, especialmente, normar el procedimiento formal en las operaciones que resultaran en un cambio en el controlador de una empresa. La reforma introdujo cambios en cinco áreas de la ley. En primer lugar, se incorporó la exigencia de oferta pública de adquisición de acciones para las adquisiciones conducentes a un cambio en el control. En segundo lugar, se aumentaron los requisitos de entrega de información para las sociedades anónimas abiertas, especialmente en el caso de operaciones con partes relacionadas. En tercer lugar, se exigió a las sociedades anónimas grandes la formación de un comité de directores constituido por una mayoría de miembros del directorio no relacionados con el accionista controlador. Este comité tendría varias atribuciones vinculadas con

el análisis de las transacciones con partes relacionadas. En cuarto lugar, se aprobaron las operaciones de recompra de acciones por parte de las empresas para favorecer la emisión de opciones como parte de los paquetes de incentivos a los ejecutivos. Finalmente, la igualdad de tratamiento a los accionistas extranjeros fue garantizada por la ley especialmente en materias con respecto a procedimientos de votación.

Aunque el sistema legislativo chileno sigue la tradición de la ley civil francesa, la Ley del Mercado de Valores, la Ley de Sociedades Anónimas y sus reformas posteriores, como la mencionada Ley de OPAS, fueron escritas usando como referencia sus homólogas en países de tradición anglosajona como los Estados Unidos e Inglaterra. Puesto que los sistemas legislativo y judicial chilenos no tienen la flexibilidad de una judicatura bajo el sistema anglosajón, esta situación genera una cierta tensión entre el espíritu de la ley y su aplicación. Además, como se discutirá más adelante, el sistema legal chileno genera muy pocos espacios para las prácticas autorregulatorias por parte de las empresas y otras instituciones privadas. Sumado a lo anterior, las importantes diferencias en los niveles de concentración de la propiedad y la liquidez del mercado entre Chile y Estados Unidos hacen que, pese a los esfuerzos regulatorios, los mecanismos externos de gobierno corporativo difieran en forma importante de los observados en países más desarrollados de tradición anglosajona.

La estructura legal y de supervisión de los emisores de valores en Chile no facilita la autorregulación. Las regulaciones son impuestas por las autoridades apropiadas en la tradición de la ley civil. A modo de ejemplo, por ley, las sociedades anónimas abiertas deben inscribirse en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) y al momento de listarse ofrecer al menos el 10% de sus acciones. Una vez listadas, las empresas deben proporcionar toda la información relevante a la SVS de manera oportuna y presentar estados financieros trimestrales, y auditados externamente en diciembre. Las bolsas de valores no pueden negar a una empresa del Registro de Valores su derecho a listarse, ni imponer requisitos adicionales a los exigidos por la ley a las compañías que hayan decidido listarse. Las bolsas, sin embargo, pueden suspender las transacciones de una acción si hubieren indicios de la existencia de información relevante no revelada al mercado.

III. Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile

A pesar de la alta concentración de la propiedad y el control corporativo en Chile, se puede decir que el gobierno de las empresas privadas chilenas funciona bastante bien. Estudios comparados internacionales rankean muy bien a Chile y sus empresas, especialmente en materias como la transparencia y entrega de información, y los mecanismos de protección a los accionistas minoritarios.⁹ Algunas de las razones para el buen desempeño de las empresas chilenas tienen relación con las reformas que Chile realizó tempranamente y que definitivamente contribuyeron a mejorar el ambiente de negocios. Entre ellas destacan las reformas al mercado de capitales y al sistema bancario, la reforma al sistema privado de fondos de pensiones y la mencionada Ley de OPAS. Por otro lado, las principales empresas chilenas fueron pioneras en la región en someterse a la más exigente legislación del mercado norteamericano a través del mecanismo de emisión de ADR.

1. Impulsar la autorregulación

No obstante lo anterior, existe ciertamente, un espacio importante para mejorar las prácticas de gobierno corporativo en Chile. En primer lugar, como se mencionó anteriormente, es conveniente impulsar las prácticas de autorregulación en el mercado y las empresas chilenas. La autorregulación consiste en dejar que la responsabilidad de regular algunos aspectos del funcionamiento de las empresas y del mercado de capitales recaiga en las manos de quienes mejor conocen su funcionamiento, sus necesidades, fortalezas y debilidades. Por supuesto, la autorregulación debe estar adecuadamente contrapesada por un buen marco regulatorio y una efectiva capacidad de supervisión.

Desde el punto de vista del gobierno corporativo hay dos roles principales para la autorregulación. Por un lado, las bolsas de valores pueden cumplir un importante rol contribuyendo a disminuir la asimetría de información entre emisores de valores (empresas) y los inversionistas.¹⁰ Esta función incluiría los siguientes aspectos específicos

que deberían ser considerados en la normativa asumida por cada bolsa de valores: (i) requisitos para el listado de empresas¹¹; (ii) requisitos para la transacción de títulos; (iii) monitoreo continuo de los emisores para verificar cumplimiento de los requisitos de listado y transacción; y (iv) disseminación de información relevante de precios al mercado. Estos requerimientos tienen el objetivo común de garantizar a los inversionistas que las empresas listadas en una bolsa cumplan con ciertos mínimos en aspectos como razones financieras, tamaño, dispersión de propiedad, gobierno corporativo y otros. Además, las empresas deben cumplir requisitos similares en el tiempo que incluyen, entre otros, indicadores de liquidez y volúmenes transados para permanecer listadas en las bolsas respectivas. El incumplimiento de estos requisitos, así como cualquier otra actitud de la empresa que haga sospechar que está manipulando precios u ocultando información relevante al mercado, puede llevar a la inmediata suspensión de transacciones o a que la empresa sea des-listada. Para las bolsas, el costo de una mala implementación de sus facultades de autorregulación sería la pérdida de competitividad con sus clientes.

Estas funciones no son realizadas por las bolsas chilenas, puesto que la actual legislación requiere que las bolsas acepten listar a cualquier sociedad anónima abierta que se encuentre inscrita en el Registro Nacional de Valores (RNV).¹² La falta de un rol de las bolsas chilenas en esta importante función reguladora se encuentra en clara oposición con la tendencia mundial de contribuir a la mejora de los gobiernos corporativos y a la protección a los inversionistas a través de mecanismos privados de regulación.

Por otro lado, las propias empresas pueden contribuir significativamente a mejorar las prácticas de gobierno corporativo a través de la autorregulación. La lógica detrás de esta idea es que, dado que es del interés de las propias empresas el captar fondos de los inversionistas al menor costo posible, éstas tienen incentivos para mejorar su gobierno corporativo más allá de lo exigido por la ley.

9 Ver La Porta et al. (1999) y Chong y López-de-Silanes (2007).

10 En Estados Unidos, por ejemplo, las bolsas han cumplido un importante rol en este sentido, debido a que *Securities and Exchange Commission* (SEC) no tenía atribuciones para dictar las prácticas de gobierno corporativo de las empresas. La Ley Sarbanes-Oxley modificó este tradicional equilibrio entregándole más atribuciones al SEC.

11 Por ejemplo, la Bolsa de Nueva York (NYSE) exige estándares mínimos en dispersión de propiedad, tamaño, gobierno corporativo y en medidas financieras cuantitativas.

12 Un ejemplo extremo de esta situación se dio en 1989 cuando la Bolsa Electrónica de Chile, tras su fundación, decidió listar en su mercado a todas las empresas del RNV aun cuando éstas no lo hubieran solicitado.

De hecho, en el año 2004, la Pontificia Universidad Católica de Chile junto a la Sociedad de Fomento Fabril, la Asociación de AFPs, la Bolsa de Comercio de Santiago, la Cámara de Comercio de Santiago y la Cámara Chileno Norteamericana de Comercio (AMCHAM), formaron el Centro para el Gobierno de la Empresa como una organización sin fines de lucro para promover el mejoramiento de las prácticas de gobierno corporativo en las empresas chilenas principalmente a través de la autorregulación. Además, el estudio realizado por el Centro para el Gobierno de la Empresa y Spencer Stuart durante los años 2006-2007 muestra que, considerando a las cien principales sociedades anónimas listadas en las bolsas chilenas, prácticamente una de cada cuatro ha elaborado recientemente su propio código de ética y/o gobierno corporativo. A lo anterior se suma la tendencia, previamente descrita, mostrada por los accionistas controladores de las empresas chilenas de incrementar el número de directores profesionales elegidos con sus propios votos.

En cualquier caso, el fomento de la autorregulación requiere un adecuado marco legal, claro y estable, que enuncie los principios fundamentales, y se encuentre complementado por normativa específica emanada desde la Superintendencia de Valores y Seguros. En un contexto así, las empresas se hacen responsables de determinar la mejor forma de lograr el cumplimiento de los principios establecidos en la ley. Un paso en esa dirección fue dado recientemente por la SVS al emitir la Norma de Carácter General # 211, la que instruye a las empresas para que confeccionen manuales propios de manejo y difusión de la información de interés para el mercado.

Además, un marco legal con estas características evitaría tener que revisar y reformar con tan alta periodicidad las leyes de sociedades anónimas y del mercado de valores, de la forma en que ha ocurrido en Chile en los últimos años. Lo anterior no es conveniente para las empresas y el mercado pues supone pasar continuamente por la incertidumbre asociada a estos procesos de reforma.

Sin embargo, transitar hacia un gobierno corporativo más efectivo basado en un reforzamiento de la autorre-

gulación y de las facultades normativas y supervisoras de la SVS requiere una revisión profunda de la institucionalidad de esta última. En particular, la SVS debería transformarse en una Comisión de Valores, dirigida por un consejo autónomo formado por personas con conocimiento del mercado, elegidas mediante un sistema que garantice su autonomía e independencia respecto a intereses específicos.

2. Mejorar la calidad de la información

La transparencia es un elemento esencial del buen gobierno de las sociedades anónimas y un requisito para el buen funcionamiento del mercado de capitales. En términos generales, las exigencias que las leyes chilenas establecen en relación a la entrega oportuna de información financiera u otra información esencial al mercado, así como respecto a estructuras de propiedad, potenciales conflictos de interés y otras materias, se encuentran entre las más completas de la región. Además, el grado de cumplimiento formal de la legislación vigente por parte de las empresas, sus ejecutivos y directores es muy alto. Es decir, prácticamente no hay infracciones sancionadas en estas materias.

No obstante lo anterior, existen al menos tres aspectos relacionados con la transparencia y el manejo de la información en los que es posible mejorar. En primer lugar, la calidad de la información entregada oficialmente por las empresas en relación con los hechos esenciales que deben ser informados al mercado y a la SVS es relativamente baja. Es decir, aunque las empresas tienden a cumplir con informar oportunamente las materias que constituyen hechos esenciales, el contenido de la información entregada no permite, en general, formarse una opinión cabal respecto de las negociaciones, consideraciones u otros detalles que son parte integral de la información. En segundo lugar, todavía existe en el mercado chileno la percepción de que algunos agentes aprovechan su acceso a información privilegiada para transar valores en beneficio propio. En tercer lugar, pocas empresas chilenas tienen políticas claras de manejo y difusión oportuna de información de interés para el mercado. Por ejemplo, sólo algunas empresas utilizan activamente medios masivos como Internet para informar al mercado.¹³

¹³ Como se indicó anteriormente, la Norma de Carácter General # 211 emitida recientemente por la SVS instruye a las empresas para que confeccionen manuales propios de manejo y difusión de la información de interés para el mercado. Además, el proyecto de ley que introduce perfeccionamientos a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas (boletín n° 5301-05, 19 de mayo de 2008), introduce mayores requerimientos a las empresas emisoras de valores en relación con la confección de políticas internas de manejo de información privilegiada, difusión de información de interés y restricciones a las transacciones de valores efectuadas por los directores, ejecutivos y sus personas relacionadas.

3. Composición y funcionamiento del directorio

Una parte importante del debate respecto al funcionamiento del gobierno corporativo en nuestras empresas se ha centrado en el directorio. En particular, se ha argumentado que los directorios en Chile no ejercen adecuadamente su rol de monitoreo de la administración de la empresa en beneficio de todos los accionistas. Las razones esgrimidas para justificar este diagnóstico se basan en la presencia mayoritaria de directores cercanos a los accionistas controladores. Como se discutió anteriormente, la presunción es que estos directores tenderían a apoyar decisiones en beneficio del accionista controlador aun cuando éstas pudiesen perjudicar a los accionistas minoritarios.

Con este diagnóstico en mente, se ha planteado que la solución para proteger los derechos de los accionistas minoritarios debería contemplar la inclusión forzosa de al menos un director independiente en todas las sociedades anónimas abiertas relativamente grandes.¹⁴ Evidentemente, la presencia de directores independientes contribuye al buen gobierno corporativo y aumenta las garantías para los accionistas minoritarios. Sin embargo, desde un punto de vista más amplio de gobierno corporativo, no es recomendable introducir por vía legal desviaciones a la regla una-acción-un-voto puesto que ésta constituye uno de los elementos esenciales de una sociedad anónima. Una forma alternativa de aumentar la representación de los accionistas minoritarios en los directorios de las sociedades anónimas chilenas se lograría aumentando el tamaño de los directorios. Si los directorios de las empresas grandes fueran de nueve miembros, por ejemplo, accionistas minoritarios que contaran con el 11% de los votos y actuaran coordinadamente lograrían elegir a un director.¹⁵ El problema persistiría en aquellas empresas en las que el accionista controlador tiene más del 89% de los votos. Sin embargo, se puede argumentar que en empresas con tal concentración de propiedad es muy difícil que los accionistas minoritarios puedan tener algo que decir respecto a la gestión de la empresa. Desde un punto de vista económico, lo que ocurrirá en esos casos es que si los inversionistas

desconfían de las prácticas de gobierno corporativo de los accionistas controladores, el precio de la acción de las empresas con tan alta concentración será castigado. Lefort y Walker (2007) muestran que de hecho, ése es el caso en Chile.

Otro punto que no ha sido suficientemente destacado en la discusión respecto a los potenciales problemas de agencia entre accionistas controladores y minoritarios en Chile es que, como se indicó anteriormente, estos últimos no corresponden mayoritariamente a la caricatura del inversionista poco sofisticado, sino que son inversionistas institucionales. Este punto es importante no sólo porque estos accionistas minoritarios son capaces de defender sus derechos, sino que también porque en muchos casos ellos pueden tener intereses propios. Por ejemplo, una AFP puede preferir vender un paquete accionario grande por razones de liquidez o rebalanceo de su cartera de inversión, aun cuando dicha transacción pudiera perjudicar a otros accionistas minoritarios. Por lo tanto, la idea de un accionista minoritario indefenso que está listo para coordinarse con otros y defender sus derechos no es más que una caricatura de la realidad.

Sin embargo, el aspecto más central en la discusión acerca de la composición del directorio de las sociedades anónimas dice relación con la definición de director independiente. La ley chilena define como director independiente a aquel que habría sido elegido sin el apoyo de los votos del accionista controlador. Es decir, sin importar las características e intereses personales de un candidato al directorio, se asume que es independiente sólo si es votado mayoritariamente por los accionistas minoritarios. Evidentemente, esta definición muy pragmática adolece de muchos problemas. En primer lugar, una empresa podría tener como accionista minoritario a un competidor, como es el caso de SQM en Chile. Como es obvio, el director elegido por esta empresa no puede ser considerado independiente. De igual modo, el accionista controlador podría usar sus votos para elegir a una persona no relacionada que pudiera ejercer su rol de director con total independencia. Lefort y Urzúa (2007) muestran que ésta ha sido la tendencia en Chile en los

¹⁴ En el año 2004, el Ministerio de Hacienda presentó un proyecto de ley que buscaba la incorporación de dos directores independientes en las empresas cuya capitalización bursátil superara un millón y medio de Unidades de Fomento. Estas empresas deberían conformar directorios de once miembros para favorecer esto. Más recientemente, el proyecto de ley que introduce perfeccionamientos a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas (boletín n° 5301-05, 19 de mayo de 2008), introduce la obligatoriedad de un director independiente para todas las empresas con capitalización bursátil superior al millón de Unidades de Fomento y con 12,5% del capital en manos de accionistas pequeños. En este proyecto, los accionistas controladores deberán, si es necesario, renunciar a su derecho a voto con tal objeto.

¹⁵ El problema de esta propuesta es la pérdida de eficiencia que la empresa podría experimentar por tener un directorio demasiado numeroso. La premisa es que ese costo sería menor que el beneficio que agrega un director independiente.

últimos cuatro años. Respecto a este punto, la recomendación de buenas prácticas de gobierno corporativo y la tendencia internacional han sido definir apropiadamente las características que un director independiente debería tener e incentivar a las empresas a elegir más directores que tengan dichas características.

Otro tema que ha estado muy presente en las discusiones sobre el gobierno corporativo en Chile, tiene relación con el funcionamiento del directorio. Como se mencionó anteriormente, varios estudios muestran que en Chile los directorios tienden a usar menos comités que en países más desarrollados, no usan procesos de auto evaluación de su funcionamiento, y no ejercen a cabalidad su rol de monitoreo de la gestión de la compañía. En el marco de la Ley de OPAS, la legislación chilena incorporó la obligatoriedad del comité de directores para las empresas con capitalización bursátil superior a 60 millones de dólares. Este comité debería estar formado preferentemente por directores independientes y su principal función sería estudiar las condiciones de las operaciones entre partes relacionadas. Recientemente, y pensando en el potencial conflicto entre accionistas controladores y minoritarios, se ha planteado que este comité debería tener el poder para vetar transacciones.¹⁶

Esta propuesta, sin embargo, tiene más inconvenientes que beneficios puesto que introduce la lógica de la disparidad de intereses entre directores y formaliza el uso de la votación. En primer lugar, la idea de que un director tenga atribuciones mayores que otros rompe completamente la lógica del buen gobierno de la sociedad anónima. Todos los directores de una sociedad representan por igual a todos los accionistas, y son solidariamente responsables de las decisiones que el directorio tome. Dar mayores atribuciones y responsabilidades a un director implica, de hecho, quitar responsabilidades a los demás. En segundo lugar, el buen gobierno corporativo debe ejercerse de diferentes formas en distintas instancias de la empresa. La junta de accionistas es la instancia en la que las grandes decisiones de la empresa se toman por votación. Para incentivar la atracción de capital, en las sociedades anónimas, los accionistas tienen el derecho de votar de acuerdo a lo que estimen más conveniente para sus intereses, incluido el nombre de la persona que ocupará un sillón en el directorio. Las decisiones se toman por mayoría de acuerdo a los quórum que la ley o

los estatutos indiquen necesarios para cada tipo de decisión. Sin embargo, las buenas prácticas de gobierno corporativo recomiendan que el directorio sea una instancia en la que las decisiones se tomen consensuadamente por el bien del interés social. Por supuesto, cuando no se alcanza un acuerdo no habrá más remedio que votar, pero debería evitarse que el directorio funcione en la dinámica de la votación. La razón es que todos los directores deben perseguir el mismo objetivo, y por lo tanto, debe buscarse la forma en que se pongan de acuerdo para lograrlo. Por lo anterior, no es conveniente introducir a la fuerza la lógica de la votación en el directorio.

Así, a diferencia de la junta de accionistas, las buenas prácticas de gobierno corporativo enfatizan la importancia de que el directorio funcione como un ente colegiado que toma decisiones por acuerdo. Por lo tanto, es contrario al funcionamiento de la sociedad anónima que los comités aprueben o veten decisiones. Es el directorio el que decide en beneficio del interés social, mientras que la labor de los comités es sólo estudiar y proponer. El comité de directores debería estudiar todas las operaciones con partes relacionadas y elaborar un informe al directorio. Si el directorio decide aprobar la transacción en contra de la opinión del comité, los accionistas siempre pueden llevar la materia a junta de accionistas.

4. Concentración de propiedad y protección a los inversionistas

Finalmente, la experiencia nos muestra que los esfuerzos regulatorios muchas veces producen resultados decepcionantes o, a lo menos, no previstos por el regulador. Así, por ejemplo, el principal objetivo de la Ley de OPAS era incrementar la protección a los accionistas minoritarios. De esta manera, se mejoraría el gobierno corporativo y aumentaría la confianza de los inversionistas minoritarios en Chile, lo que debería llevar a un mercado de capitales más profundo y a una disminución de la concentración de la propiedad en nuestras empresas. Sin embargo, a pesar de los esfuerzos regulatorios iniciados con la Ley de OPAS, la concentración de propiedad y control en Chile no ha disminuido en absoluto en los últimos veinte años. En efecto, Lefort y Walker (2007) y Morales (2008) muestran que la concentración de propiedad en Chile aumentó después de la aprobación de dicha ley.

¹⁶ El proyecto de ley que introduce perfeccionamientos a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas (boletín n° 5301-05, 19 de mayo de 2008), especifica que sólo los directores independientes podrán votar en el Comité de Directores, con lo que introduce el derecho de veto en la persona de un director.

Lo anterior nos obliga a reflexionar acerca del mercado de capitales que queremos. Por un lado, un exceso de celo en la protección de los accionistas minoritarios puede llevarnos a perpetuar una situación en la que los accionistas controladores se atrincheren en sus empresas, controlándolas firmemente para evitar las molestias que la legislación y los accionistas minoritarios parecen causarles. El costo de esa situación es la falta de profundidad del mercado de capitales y menores alternativas de inversión disponibles para todos. Por otro lado, podemos permitir que los accionistas controladores busquen un equilibrio basado en la autorregulación dando un mayor acceso a otros inversionistas en sus empresas sin sentirse amenazados por ello. El riesgo es que puedan existir más casos en los que los accionistas controladores puedan beneficiarse *ex post* a expensas de los accionistas minoritarios.

Referencias

- **Hart, O.**, 1995. *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Oxford: Oxford University Press.
- **Hillman, A. y Daziel, T.**, 2003. Boards of Directors and Firm Performance: Integrating agency and Resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383-396.
- **Iglesias, A.**, 1998. The impact of pension reform on capital markets: The Chilean experience. Ponencia en conferencia: Capital market development in emerging and transition economies: Trends and challenges, Washington DC.
- **Iglesias-Palau, A.**, 2000. Pension Reform and Corporate Governance: Impact in Chile. *ABANTE*, 3 (1), 109-141.
- **Jensen, M. y Meckling, W.**, 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- **Klapper, L. y Love, I.**, 2004. Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance*, 10 (5), 703-728.
- **La Porta, R., et al.**, 1999. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance* 54, 471-517.
- **Lefort, F.**, 2008. La Contribución de las Administradoras de Fondos de Pensiones al Gobierno Corporativo: La Experiencia Chilena. Por Publicar.
- **Lefort, F.**, 2005. Ownership Structure and Corporate Governance in Latin America. *ABANTE*, 8 (1), 55-84.
- **Lefort, F.**, 2005. Ownership Structure and Market Valuation of Family Businesses in Chile. *Corporate Ownership & Control*, 3 (2), 90-105.
- **Lefort, F.**, 2004. Gobierno Corporativo: ¿Qué es? Y ¿Cómo Andamos por Casa? *Cuadernos de Economía*, 40 (120), 207-237.
- **Lefort, F. y Walker, E.**, 2000a. Corporate Governance: A Challenge for Latin America. *ABANTE*, 2 (2), 99-111.
- **Lefort, F. y Walker, E.**, 2000b. Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypotheses of Governance. *ABANTE*, 3 (1), 3-27.
- **Lefort, F. y Walker, E.**, 2007a. The Effect of Corporate Governance Practices on Company Market Valuation and Payout Policy in Chile. *Investor Protection in Latin America*, Chong y Lopez-de-Silanes, eds. Stanford: Stanford University Press.
Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=676710>
- **Lefort, F. y Walker, E.**, 2007b. Do markets penalize agency conflicts between controlling and minority shareholders? Evidence from Chile. Por publicar.
- **Lefort, F. y Walker, E.**, 2000b. Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypotheses of Governance. *ABANTE*, 3 (1), 3-27.
- **Lefort, F. y Urzúa, F.**, 2007. Board independence and firm performance in a concentrated ownership context: the Chilean case. Por publicar.
- **Lefort, F. y Wigodski, T.**, 2007. *Problemas y Soluciones de Gobierno corporativo en Chile: Cuatro Casos Emblemáticos para el Análisis*, Santiago de Chile: Ediciones Universidad Católica.
- **Ley 18.045**, Ley de Mercado de Valores, publicada en el Diario Oficial de 22 de octubre de 1981.
- **Ley 18.046**, Ley de Sociedades Anónimas, publicada en el Diario Oficial de 22 de octubre de 1981.
- **Morales, M.**, 2008. Determinantes de la Concentración de propiedad y la ley de OPAS en el Mercado accionario chileno. Santiago: Superintendencia de Valores y Seguros.
- **Shleifer, A. y Vishny, R.**, 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94, 461-488.
- **Walker, E. y Lefort, F.**, 2002. Pension Reform and Capital Markets: Are There Any (Hard) Links? Social Protection Discussion Paper N°. 0201. Washington, D.C.: World Bank.



PONTIFICIA
UNIVERSIDAD
CATÓLICA
DE CHILE



PONTIFICIA
UNIVERSIDAD
CATÓLICA
DE CHILE

VICERRECTORÍA DE COMUNICACIONES Y ASUNTOS PÚBLICOS
DIRECCIÓN DE ASUNTOS PÚBLICOS

Alameda 390, 3^{er} piso. Teléfono: 354 6637. Email: asuntospublicos@uc.cl www.uc.cl