

GOBIERNO CORPORATIVO EN CHILE DESPUÉS DE LA LEY DE OPAS

Autores: Teodoro Wigodski S¹, Franco Zúñiga G²

Departamento de Ingeniería Industrial. Universidad de Chile

RESUMEN

Gobierno Corporativo es el sistema mediante el cual las empresas son dirigidas y controladas para contribuir a la efectividad y rendimiento de la organización. Su fin último es contribuir a la maximización del valor de las compañías, en un horizonte de largo plazo.

Dada la importancia que ha cobrado este concepto, este estudio se propone mostrar los fundamentos de Gobierno Corporativo, los principios propuestos internacionalmente y las prácticas implementadas en Chile. Cabe destacar, que las reformas introducidas en la “Ley de Opas y Gobiernos Corporativos”³ tomaron en cuenta los principios recomendados internacionalmente y que luego de esto, Chile fue catalogado por analistas internacionales como el país que tenía las mejores prácticas en América Latina.

A pesar de este avance en la legislación, en Chile aún las prácticas de Gobierno Corporativo no están muy desarrolladas. Los principales problemas de Gobierno Corporativo se han concentrado en conflictos de interés entre accionistas controladores y minoritarios debido a problemas de *agencia*, uso de información privilegiada y conductas contrarias a la ética.

¹ Ingeniero Civil Industrial de la Universidad de Chile y MBA de Loyola College USA. Diplomado en Stanford, MIT e IMD. Es director del programa de Gobierno Corporativo del Departamento de Ingeniería Industrial de la Universidad de Chile, Profesor de Gobierno Corporativo en las Universidades de Chile y Católica, asesor y director de empresas estatales y privadas.

² Ingeniero Civil Industrial y Magíster en Gestión y Dirección de Empresas de la Universidad de Chile. Trabaja en el sector financiero y es Profesor Auxiliar del curso “Gobierno Corporativo y Directorio de Empresas” en el Departamento de Ingeniería Industrial de la Universidad de Chile.

³ Ley 19.705 o “Ley de Opas”: Regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones y Establece Régimen de Gobiernos Corporativos, fue promulgada el 14/12/2000. Esta modifica la Ley 18.045 (Mercado de Valores) y la Ley 18.046 (Sociedades Anónimas)

INTRODUCCION

El Gobierno Corporativo es un concepto que tiene relación con la forma en que las empresas son dirigidas y controladas. Este incluye los conflictos de interés que se dan entre quienes ejercen el control (agentes) y los que poseen la propiedad (principales). Si bien esta calificación es relativamente nueva en la literatura legal y económica, ha tenido gran relevancia en distintos ámbitos de las empresas como son el diseño de marcos legales en distintos países, la prevención y resolución de conflictos en los directorios, la penalización de actos que han dañado a los accionistas y a la empresa, así como el mejoramiento de la transparencia y la promoción de conductas éticas.

Dada la importancia que ha cobrado este concepto, este trabajo se propone mostrar los fundamentos de Gobierno Corporativo, los principios propuestos internacionalmente y las prácticas implementadas en Chile. La evaluación internacional tendrá como referencia los “códigos de conducta” o “códigos de buenas prácticas” propuestos en países financieramente más desarrollados que Chile y también en economías emergentes, como Latinoamérica.

Para comparar las prácticas de Gobierno Corporativo aplicadas en Chile, se usarán los principios de Gobierno Corporativo planteados por la OECD⁴, que son los preceptos bajo los cuales los países miembros deben guiar la implementación de prácticas específicas. De acuerdo a esto, mientras los principios son mundialmente aceptados, las prácticas, en cambio, pueden adaptarse a la realidad de cada país.

También es importante analizar la situación en Chile debido a la creciente validez de estas prácticas en los mercados financieros más desarrollados y a la apertura de la economía chilena al mundo. Además la mayoría de las reformas introducidas por la “Ley de Opas y Gobiernos Corporativos”⁵ tomaron en cuenta los principios señalados y Chile está implementando tratados de libre comercio con distintos bloques de mercados⁶.

Como producto de este análisis, se espera dimensionar la brecha existente entre los países que han implementado reformas y los que están prontos a hacerlo o se encuentran en etapa de transición. En forma adicional, se analizarán las ventajas de las medidas recientemente implementadas en Chile y se plantearán los desafíos que aún están pendientes.

Cabe destacar que los principales cambios incorporados por la “Ley de Opas y Gobiernos Corporativos” se orientaron a establecer una mejor calidad de información entregada por las empresas, la constitución de Comités de Auditoría al interior de las Sociedades Anónimas abiertas, la modernización de los estándares de supervisión y la regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones⁷.

⁴ Organisation for Economic Cooperation and Development (<http://www.oecd.org/>)

⁵ Ley 19.705 o “Ley de Opas”: Regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones y Establece Régimen de Gobiernos Corporativos, promulgada el 14/12/2000. Esta Modifica la Ley 18.045 (Mercado de Valores) y la Ley 18.046 (Sociedades Anónimas)

⁶ Comunidad Europea, NAFTA, APEC, entre otras alianzas comerciales.

⁷ El cuerpo legal se denomina “Ley de Opas”, pero las modificaciones implementadas abarcaron mucho más que el evento “Oferta Pública de Adquisición de Acciones”.

Luego de estos cambios registrados en la legislación, Chile fue catalogado por analistas internacionales como el país que tenía las mejores prácticas en Latinoamérica. Sin embargo, en este trabajo se mostrará que todavía existen algunos puntos pendientes de ser implantados, tales como: series de acciones con derechos preferenciales permitidos hasta fines del año 2005⁸; que los controladores puedan negociar directamente la venta de las acciones de la empresa al menos hasta fines del año 2003⁹ y la posibilidad que la administración no divulgue cierto tipo de información privilegiada. Esto significa que pese a haber mejorado sustancialmente, el sistema todavía tiene pendiente la entrega de un adecuado nivel de protección a los accionistas minoritarios.

Por otra parte, esta en suspenso la iniciativa de producir un documento que identifique valores compartidos y que desarrolle una común interpretación de la conducta empresarial aceptada y respetada por todos, complementando de este modo los importantes logros establecidos en la Ley de Oferta Pública de Acciones

Finalmente, hay una tendencia internacional que propone que la responsabilidad de las empresas va más allá de los accionistas y que alcanza también a todas las personas involucradas en el ámbito del negocio, los llamados *stakeholders*, tales como: trabajadores, proveedores, clientes, competidores, reguladores y comunidad, entre otros.

Para la Sociedad (entendida como la comunidad de habitantes), el mérito de una sociedad (entendida como la empresa) consiste en la riqueza y empleo que crea, así como los productos y servicios que ofrece a los clientes a una justa relación entre precio y calidad. Las sociedades son personas jurídicas que en la Sociedad local, nacional e internacional, tiene que asumir la responsabilidad de asegurar la sustentabilidad global del planeta y sus habitantes, como expresión de reciprocidad hacia los legisladores que, en representación de todos los ciudadanos, constituyen y conservan la institucionalidad empresarial.

1.- Fundamentos del Gobierno Corporativo

1.1.- ¿Qué es el Gobierno Corporativo?

Gobierno Corporativo es el sistema mediante el cual las empresas son dirigidas y controladas para contribuir a la efectividad y rendimiento de la organización. Sus objetivos principales son: velar por la transparencia, permitir el conocimiento de cómo los directivos gestionan los recursos, proveer de instrumentos de resolución de conflictos de interés entre los distintos grupos que conforman el gobierno y buscar el logro de equilibrios al interior del sistema¹⁰.

El Gobierno Corporativo es el sistema mediante el cual se establecen los estándares que guían el comportamiento de todos los miembros de una compañía determinando

⁸ Artículo 2 número 3 de la Ley 19.075 (Ley de OPAs).

⁹ Artículo 10 transitorio de la Ley 19.705 (Ley de OPAs).

¹⁰ La "Caux Round Table" cree que el empresariado mundial debe jugar un papel más importante en la mejora de las condiciones económico-sociales. (Ver <http://www.cauxroundtable.org/>)

obligaciones y responsabilidades de estos con la comunidad, los inversionistas y financistas. Es así como en la medida que estos se vean más resguardados, el acceso al financiamiento adicional por parte de empresas se facilita a menores costos.

El Gobierno Corporativo determina a quién debe servir la organización y cómo se deciden cuáles son los propósitos y prioridades. Está relacionado tanto con el funcionamiento de la organización como con la distribución del poder entre los distintos *stakeholders*, situación que en gran medida depende del contexto cultural de los distintos países. Esto significa que las medidas legales y reguladoras son sólo una parte del gobierno de la empresa.

El fin último del Gobierno Corporativo es contribuir a la maximización del valor de las compañías, en un horizonte de largo plazo. Esto se puede lograr a través del establecimiento de una estructura eficiente de incentivos dentro de la organización ideando mecanismos de compatibilidad y alineamiento entre los objetivos de la empresa y los objetivos personales de los administradores.

Un segundo objetivo del Gobierno Corporativo, y que cobra especial importancia cuando las sociedades anónimas son controladas por un solo accionista, familia o grupo económico, consiste en resguardar el interés de los accionistas minoritarios e impedir que los mayoritarios puedan usar su control sobre la compañía para extraer oportunísticamente valor de la empresa a expensas de los minoritarios y financistas.

Naturalmente que un tenedor de deuda también se ve afectado por las decisiones que puedan tomar aquellos que tienen ingerencia en la gestión. Los contratos intentan precaver las posibilidades de expropiación, pero se fortalecen y complementan con el cumplimiento de buenas prácticas de Gobierno Corporativo.

1.2.- ¿Cómo opera el Sistema de Gobierno Corporativo?¹³

La asignación de recursos generada por el mercado provoca la interacción de al menos dos agentes económicos para la creación de riqueza en la sociedad: los administradores a cargo de la gestión de la empresa y aquellos que son inversionistas tenedores de deuda o capital.

Por una parte, los inversionistas necesitan el capital humano especializado de los administradores para generar rentabilidad sobre el capital que poseen, mientras que estos últimos necesitan los recursos de los inversionistas para materializar sus proyectos. Sin embargo, esta separación entre el control y la propiedad de una empresa puede provocar divergencias entre los intereses que persiguen los administradores y los pretendidos por los inversionistas.

La literatura financiera señala la suscripción de contratos que especifiquen detalladamente las responsabilidades de la administración como la solución a este problema. Sin embargo, en la realidad sólo es posible estructurar contratos incompletos, que dejan en manos de los administradores gran parte de las decisiones en situaciones no especificadas en los contratos. Además, cuando la propiedad de las compañías está demasiado dispersa, los inversionistas individuales tienen pocos incentivos para

¹³ Basado en "Fundamentos Conceptuales de la Ley de Opas". Superintendencia de Valores y Seguros de Chile

monitorear las actividades que realiza la administración a fin de ejercer un adecuado control sobre ellas.

La divergencia de objetivos entre los inversionistas y aquellos que tienen ingerencia en la gestión de las empresas hace que no se maximice el valor económico de la empresa, sino que otros objetivos perseguidos por los administradores o por el grupo controlador. Esto lleva a conflictos en la asignación de los recursos y la valorización de las compañías.

A nivel de la empresa, se puede dar *extracción de valor* en beneficio de los administradores y/o controladores bajo dos conceptos:

i) Posibilidad de fijar precios de transferencia para las transacciones de la empresa, con clientes o proveedores eventualmente relacionados, a precios que no se ajustan a las condiciones de mercado.

ii) Desviación de oportunidades de negocios, es decir, cuando la empresa descubre un buen negocio y éste se desarrolla, por ejemplo, para beneficio del grupo controlador o para los ejecutivos.

Un segundo nivel de conflicto en la asignación del valor de las compañías tiene que ver con los *grandes eventos corporativos*, tales como las *tomas de control*, *fusiones*, *divisiones* o *adquisiciones de empresas*.

La ley chilena opera fundamentalmente en lo que se conoce como *derechos de control*, a través de la legislación y consiste en entregar derechos a los accionistas a cambio de los recursos que éstos aportan a la compañía.

1.3 ¿Qué se puede entender por un “buen” Sistema de Gobierno Corporativo?

Un adecuado sistema de Gobierno Corporativo actúa para evitar y resolver los *conflictos de interés*, lo que en economía se conoce como *teoría de agencia*. Pretende evitar el uso de los activos corporativos para beneficio de los ejecutivos (agentes), afectando negativamente los intereses de los accionistas (principales).

El desarrollo de un sistema de Gobierno Corporativo surge para velar que se cumplan en forma transparente los objetivos corporativos. Así, los mecanismos que pretenden desarrollar un mejor gobierno corporativo deben proveer de herramientas que lleven a una protección de los derechos de los accionistas minoritarios, en el sentido de fortalecer su participación en las decisiones y regular las transferencias de control. Se entiende por minoritarios a todos aquellos que no ejercen el control y que por si solos no pueden elegir a la mayoría del directorio, aunque tengan una participación importante en la propiedad de la empresa.

La evidencia muestra que países que resguardan de mejor manera los derechos de los inversionistas poseen mercados de capitales más profundos y desarrollados, lo que se traduce en menores costos de financiamiento (menores tasas de descuento exigidas) para empresas domésticas, lo cual es un incentivo a la inversión y esto naturalmente redundará en mayores posibilidades de crecimiento económico. Investigaciones de los profesores Luigi Zingales y Robert Vishny (U. de Chicago), Rafael La Porta y Andrei Shleifer (U. de Harvard) y Florencio López de Silanes (U. de Yale), han demostrado la

relación entre un buen sistema de gobierno y el buen rendimiento de las empresas en distintos mercados¹⁴.

En los países donde existen sistemas de gobierno más desarrollados, el *costo de capital* para las empresas disminuye y existen incentivos para que los inversionistas participen en la empresa. Dos estudios efectuados por la consultora McKinsey&Company¹⁵ concluyen que existe una mayor disposición a pagar por el precio de una acción de una empresa que cumple con los principios de un *buen Gobierno Corporativo*. Así, estas investigaciones identifican que inversionistas extranjeros estarían dispuestos a pagar en Chile un premio de 18% sobre el precio de la acción, en el caso de las empresas que cuenten con un “buen Gobierno Corporativo”.

Además los análisis de bancos de inversiones de Nueva York¹⁶ efectuados durante el año 2001, calificaron a Chile como una de las naciones más atractivas en Latinoamérica para los inversionistas, producto de la puesta en marcha de la Ley de Opas y Gobierno Corporativos.

1.4.- ¿Por qué es importante la Protección de los Accionistas Minoritarios?

En los últimos años se ha detectado un interés creciente en el campo de la protección a los accionistas minoritarios como parte de un fenómeno global. Es así como en América Latina, particularmente países como Argentina, Brasil y Chile han implementado algunas reformas legales orientadas en ese sentido.

Latinoamérica es percibido como una zona de alto riesgo para los inversionistas, pero estas reformas pueden ayudar a diferenciar cada uno de los mercados, para que los inversionistas internacionales sean atraídos a los países que resguarden de mejor manera sus derechos y protejan sus inversiones. Por lo tanto, las medidas legales y las iniciativas voluntarias ayudarán a proteger a los accionistas minoritarios y así como al desarrollo del mercado de capitales en general.

Cabe destacar que la protección de los accionistas minoritarios va más allá de la estructura accionaria o de la protección del principio “una acción un voto”. También involucra el derecho a participar en las ofertas públicas de acciones, permite gozar de los mismos beneficios que los mayoritarios y entrega la posibilidad de influir proporcionalmente a su participación en las decisiones corporativas.

Por lo general, en América Latina los derechos de los accionistas minoritarios no están suficientemente resguardados. La evidencia reciente se puede ver en la ola de fusiones y adquisiciones que los inversionistas han llevado a cabo en la región, con importantes “premios por control” para los accionistas controladores¹⁷.

¹⁴ Los estudios consultados corresponden a los siguientes autores: Rafael La Porta, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny en i) “The Corporate Ownership Around the World”, Junio 1998. ii) “Investor Protection: Origins, Consequences and Reform”, Diciembre 1999. iii) “Investor Protection and Corporate Valuation”, Diciembre 1999 y, Luigi Zingales en “Corporate Governance”, Diciembre de 1997 y “The Governance of the New Enterprise”, Octubre de 2000.

¹⁵ Investor Protection Survey. McKinsey & Company, Junio de 2001 <http://www.mckinsey.com/>.

¹⁶ Los analistas pertenecen a Santander Investment y Goldman Sachs de New York.

De aquí que mientras más globalizados sean los mercados, y en particular los mercados financieros más integrados, cada vez será más necesaria una mayor protección a los accionistas minoritarios.

1.5.- ¿Por qué existe un valor asociado al control de la empresa?

Se entiende por premio por control al valor adicional al del mercado de las acciones, que paga el inversionista o grupo de ellos que estén interesados en las acciones con posibilidad de transacción bursátil.

El sobreprecio respecto al mercado puede responder a un mayor potencial de extracción de valor que se realiza a expensas de los accionistas minoritarios (beneficios privados del control), o por las capacidades, sinergias y ventajas comparativas para crear mayor valor en la empresa (razones de eficiencia).

La esencia del control proviene de la existencia de contratos incompletos, información imperfecta, asimetría de información y la incertidumbre en la toma de decisiones, entre otras razones. En la medida de que un accionista o un grupo de ellos juzgue un mal desempeño por parte de los administradores, estarán dispuestos a pagar por la posibilidad de modificar aquellas decisiones y por lo tanto, asignan un *valor económico al control*.

El traspaso de control es eficiente si la empresa vale más bajo la nueva administración que la anterior. Sin embargo, esto no suele suceder siempre y también existe la posibilidad de que el control permita apropiarse de flujos de activos, que en derecho pertenecen a todos los accionistas. En estos casos, el valor privado puede ser alto e incluso ir en desmedro de la compañía y la toma de control sería ineficiente para la empresa.

1.6 ¿En qué consisten los principios de Gobierno Corporativo de la OECD?

Estos principios surgen de un trabajo liderado por varias instituciones en el ámbito mundial para recoger experiencias en el ámbito empresarial¹⁹. La responsabilidad de llevarlas a la práctica, es un trabajo conjunto de los gobiernos y el sector privado. Su implementación no necesariamente es obligatoria, pero constituyen una buena guía de referencia para un mejor desempeño de los sistemas de gobierno en distintos países.

Los principios de la OECD que se resumen a continuación, constituyen lineamientos generales, que pueden ser implementados con distintos énfasis en cada uno de los países. Estos serán usados como referencia en el análisis de las “mejores prácticas”.

Principio I. Protección a los Derechos de los Accionistas: Incluye los métodos de registro de la propiedad, traspasar o transferir las acciones, recabar información relevante sobre la sociedad de manera periódica, participar y votar en las juntas generales de accionistas, designar a los miembros del directorio y participar en los beneficios de la sociedad.

Principio II. Tratamiento Equitativo de los Accionistas: Considera a los minoritarios y extranjeros. Todo accionista debe contar con la posibilidad de obtener reparación efectiva por la violación de sus derechos.

¹⁶ El accionista controlador es el que entrega poder mediante su derecho a voto- para elegir suficientes directores y determinar así las decisiones del directorio de la compañía o las reuniones generales de accionistas.

¹⁹ Principios de la OECD para el Gobierno de las Sociedades, año 2000, en <http://www.oecd.org/>

Principio III. Función de los Stakeholders²⁰: Consiste en reconocer los derechos de los grupos de interés social estipulados por ley, alentar una cooperación activa entre las empresas y estas entidades en la creación de riqueza, empleo y lograr que las empresas sean financieramente sólidas.

Principio IV. Comunicación y Transparencia Informativa: Se recomienda la presentación de la información de manera precisa y de modo regular acerca de todas las cuestiones materiales referentes a la sociedad, incluidos los resultados, la situación financiera, la propiedad y el gobierno de la sociedad.

Principio V. Responsabilidades del Directorio: El directorio tiene responsabilidad en la aprobación de las directrices estratégicas de la compañía, del control eficaz de la gestión ejecutiva. La responsabilidad del directorio es hacia la empresa, sus accionistas y también hacia la Sociedad y los *stakeholders*.

2.- Evaluación de las prácticas de Gobierno Corporativo

2.1.- ¿Cuál es la situación de Gobierno Corporativo en el mundo?

Existe gran consenso internacional en torno a la necesidad de adoptar principios de buen Gobierno Corporativo en el mundo. En este sentido casi la totalidad de los países desarrollados tiene códigos de buenas prácticas recomendadas para guiar las conductas al interior de las empresas, en particular apuntan al comportamiento de los directorios y administración superior.

Los países más avanzados en el desarrollo de principios de buen Gobierno Corporativo son Alemania, Japón, Francia, Reino Unido, Canadá y Estados Unidos. Pero también durante los últimos años todos los países latinoamericanos con el apoyo de la OECD y el Banco Mundial, han avanzado en la proposición de estas prácticas. Esta situación se repite en los países de Asia y Europa Central²². Estos códigos de conducta son coincidentes con la línea propuesta por la OECD en cuanto a la promoción de los principios de una acción un voto, la propiedad transparente y desconcentrada, que se permita los cambios de propiedad de la empresa, que las reglas sean conocidas por todos, que se defina el tamaño y la composición del directorio, que se logre la transparencia y la divulgación de la información y que exista aplicación de los criterios contables internacionales (GAAP).

Entre los años 1999 y 2000, la empresa consultora McKinsey&Company llevó a cabo tres estudios para descubrir cómo los accionistas perciben y valoran el Gobierno Corporativo en los mercados emergentes y desarrollados.

El primer estudio de McKinsey examinó las actitudes hacia las inversiones en Asia, en conjunto con el Instituto de Asia Pacífico de Inversionistas Institucionales. El segundo estudio se focalizó en Europa y Estados Unidos y fue realizado con Inversionistas

²⁰ El concepto stakeholder considera a todas las personas involucradas en el ámbito del negocio tales como: trabajadores, proveedores, clientes, competidores, reguladores y comunidad, entre otros.

²¹ El término práctica se utiliza en distintos países para referirse a la toma de medidas específicas.

²² Para mayor detalle del grado de desarrollo de Gobierno Corporativo en distintas regiones del mundo visitar el sitio en de McKinsey (www.mckinsey.com), de la OECD (www.oecd.org) y el Banco Mundial (www.worldbank.com). Estos dos últimos presentan con gran detalle del grado de desarrollo de buenas prácticas en los países emergentes.

Institucionales de EE.UU. e Institutos Europeos. El tercer estudio, investigó las actitudes de inversionistas hacia América Latina y se efectuó entre marzo y abril de 2000, con apoyo del Banco Mundial.

Sobre los resultados obtenidos, tres cuartos de los inversionistas dijeron que las prácticas del directorio son tan importantes como el rendimiento financiero cuando evalúan las compañías para invertir. En el caso de América Latina, casi la mitad de los encuestados considera que las prácticas del directorio son más importantes que el rendimiento financiero. Sobre el 80% de los inversionistas, en tanto, dice que ellos pagarían más por las acciones de una compañía bien gobernada, que por una compañía de actuación financiera similar, pero débilmente gobernada.

Para efectos de estos estudios, una compañía bien gobernada se definió como aquella que tenía una mayoría de directores externos sin relación con la administración, cuyos directores poseen una proporción significativa de acciones, en las que se realizan evaluaciones formales del directorio, se entrega información relevante en temas de gobierno al mercado y a los inversionistas, y los ejecutivos son pagados mediante *stocks options*²³.

El tamaño del premio que los inversionistas dicen estar dispuestos a pagar por un buen gobierno refleja hasta qué punto ellos creen que hay espacio para mejorar la calidad del gobierno corporativo en un país particular. Por lo anterior, los inversionistas creen que sus inversiones en Asia y América Latina estarán bien protegidas por compañías bien gobernadas, que respeten los “derechos de accionistas”.

En América Latina, los inversionistas locales dicen que la mejor revelación de información es la preocupación principal, mientras los inversionistas extranjeros ven los “derechos del accionista” como prioritarios. Para los inversionistas extranjeros, la información adicional no sirve si ellos no pueden influir en el directorio o decisiones de la administración.

Si bien es difícil medir el impacto en el precio de mercado de los premios que los inversionistas dicen que pagarían por las compañías bien gobernadas, los montos que están dispuestos a pagar confirman que un buen gobierno podría ser rentable para los accionistas. El estudio argumenta que el hecho de que la mayoría de los inversionistas dice que ellos ya tienen en cuenta el gobierno corporativo cuando toman las decisiones de inversión, es un argumento poderoso para las reformas en distintos países.

Las empresas y las autoridades deben centrar la atención en que si las empresas pudieran capturar una parte pequeña del premio por buen gobierno que está aparentemente disponible, estarían creando valor adicional para el accionista. Es más, las compañías que no reforman su gobierno corporativo se encontrarían en una desventaja competitiva cuando intenten obtener capital o deuda para financiar su crecimiento. Por lo tanto, los altos estándares de gobierno serán esenciales para la atracción y retención de los inversionistas y financistas en los mercados globalizados.

A raíz de los problemas de Gobierno Corporativo que han afectado principalmente a EE.UU., los legisladores aprobaron una serie de normas muy estrictas por medio la ley

²³ El incentivo mediante *stock options* tiene también sus desventajas. En EE.UU han existido fuertes incentivos en los ejecutivos para hacer subir el valor de estas opciones mediante conductas inapropiadas.

denominada “Sarbanes-Oxley”²⁴. Los principales cambios que introdujo esta ley dicen relación con la obligación de información en tiempo real, endurecimiento de las penas, ampliación de los niveles de responsabilidad, incremento en la frecuencia de revisión de los estados financieros, prohibición de transacciones de los ejecutivos con información privilegiada y restricción de del giro a las empresas de auditoría.

En Chile esta ley también tiene algunas consecuencias para las empresas chilenas que cotizan con ADRs en EE.UU., especialmente en lo referente a la entrega de información. Es posible también que en Chile los legisladores adopten algunas de estas exigencias en futuras modificaciones de las leyes que regulan el mercado de capitales.

2.2.- ¿Cuál es la situación de Gobierno Corporativo en Latinoamérica y Chile?

De acuerdo a estudios efectuados por bancos de inversiones de Nueva York durante los años 2000 y 2001 sobre Gobierno Corporativo y protección de los accionistas minoritarios en América Latina²⁵, se analizaron las últimas reformas llevadas a cabo en los distintos países en temas de votación, regulación de ofertas públicas y gobernabilidad. La evaluación hecha acerca de las prácticas de Gobierno Corporativo para cada mercado es coincidente con los objetivos de este estudio.

Al comparar la legislación de Chile con Argentina, Brasil, Colombia y México, Chile alcanzó el mejor nivel de protección de los accionistas minoritarios. La mayor parte de la buena valoración se explicó por las reformas introducidas a través de la Ley de Opas y Gobiernos Corporativos. Entre los aspectos más importantes se destacó el alcanzar igualdad de derechos de los tenedores de ADRs, la regulación del proceso de Ofertas Públicas, la creación de los Comités de Auditoría y el mejoramiento de calidad en la entrega de información al mercado y los accionistas. Aún están pendientes las medidas para lograr la igualdad de las distintas clases de acciones, especialmente las que tienen derechos preferentes que expiran a fines del año 2005, aún cuando este plazo podría ser extendido por votación en una junta extraordinaria de accionistas.

Respecto a la elección de directorios, la evaluación es deficiente, porque la ley no exige que éste sea necesariamente renovado cada año, ya que se permiten períodos de permanencia de hasta tres años. La independencia de directorio tampoco es exigida obligatoriamente, ya que no se establece un mínimo de directores independientes. En el caso de México, la ley exige que un cuarto de la mesa debe estar constituido por directores independientes de los accionistas controladores.

Un punto cuestionado aún en la legislación chilena, es el que permite a las sociedades anónimas acogerse al artículo 10º transitorio de la Ley de Opas. Esto significa que los accionistas controladores podrán negociar la venta de su participación en condiciones preferentes respecto a los accionistas minoritarios, por un período de tres años desde promulgada la Ley. A la fecha, gran parte de las sociedades anónimas en sus juntas de accionistas se han acogido a este artículo, dando una señal “negativa” a los inversionistas que no poseen una posición dominante en estas empresas.

²⁴ Esta ley denominada “Sarbanes Oxley Act of 2002. Corporate Responsibility.”, fue promulgada el 30 de Julio de 2002, bajo la siguiente clasificación: Public Law 107-204 of the 107th Congress.

²⁵ El principal estudio fue efectuado por Valentin Carril del Banco Santander Central Hispano New York llamado “Shareholder’s rights, slowly moving in the right direction”. Agradecemos la colaboración del autor por la entrega de valiosos antecedentes de dicho estudio.

Cabe destacar que los cambios introducidos por la Ley de Opas chilena profundizan en todos los aspectos evaluados por los diversos estudios de expertos, mejorando no sólo la calidad de protección a los accionistas minoritarios, sino que también se mejora la transparencia de la información a los accionistas y el mercado y se llenan los vacíos del marco legal anterior.

Otro aspecto positivo es la modificación que permite explícitamente a los dueños de ADRs tener los mismos derechos que los dueños de acciones regulares. Las compañías que posean ADRs deberán entregar a los tenedores de certificados de depósito, la misma información que a las autoridades regulatorias, de acuerdo a normas internacionales de contabilidad generalmente aceptadas (IAS-GAAP), lo que permite un nivel de revelación de información con estándares internacionales. Sin duda, esto constituye un paso importante en la modernización del mercado de capitales y la internacionalización del mercado chileno.

En Chile, los problemas principales de Gobierno Corporativo se han concentrado en conflictos de intereses entre los accionistas controladores y los minoritarios, debido a problemas de agencia, de uso de información privilegiada o conductas antiéticas. Por lo tanto, una mejora en el sistema de Gobierno Corporativo en Chile evitaría estos problemas, produciendo mayor transparencia en el mercado y mejorando la efectiva transferencia de recursos a las empresas que tengan buenos proyectos de inversión.

Los antecedentes analizados son coincidentes en que las economías latinoamericanas se enfocan más hacia la protección de los accionistas minoritarios, mientras que los países desarrollados, que cuentan con sistemas regulatorios más fuertes, los esfuerzos de reforma se centran en aumentar la transparencia de la actuación de los directores y altos ejecutivos, así como de los procesos de votación en las juntas de accionistas.

Por otra parte, el sistema judicial chileno no cuenta con tribunales especializados en materia de sociedades donde se concentre experiencia en la resolución oportuna de conflictos. En Inglaterra y Estados Unidos por ejemplo, opera el *common law*, que es el sistema que establece jurisprudencia para la resolución de conflictos similares.

Finalmente cabe hacer notar que Chile no ha desarrollado un Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo. Esta iniciativa aún está en pendiente de acuerdo entre el sector privado y las autoridades regulatorias. El principal temor expresado públicamente por los empresarios, es que dicho código se convierta rápidamente en ley y restrinja el accionar de la comunidad empresarial, que demanda más libertad y menos regulación.

Atendiendo la discusión anterior, la pregunta que surge es ¿qué pasaría en Chile si no se cumplen las prácticas de Gobierno Corporativo respetadas en los países desarrollados?. La respuesta se puede encontrar fácilmente en los estudios donde se demuestra que la protección de los derechos de los accionistas va directamente correlacionado con la salud financiera del mercado. Aunque también puede haber empresas con buen desempeño en mercados que nos cumplen con buenas prácticas, pero con el riesgo que invertir allí es claramente mayor.

3.- Conclusiones

Al analizar la literatura sobre desarrollo de principios de Gobierno Corporativo en las economías más avanzadas, lo primero que se puede concluir es que no existe un conjunto de prácticas universalmente aceptadas. Esto ocurre porque, de acuerdo a la literatura internacional, el buen o mal Gobierno Corporativo puede ser evaluado considerando además de la estructura legal, la regulación existente en el país, la eficiencia del sistema judicial, el nivel de corrupción y las prácticas particulares de cada empresa en cada industria. Un papel importante se le otorga al sistema bancario que juega un papel regulador en las economías, contribuyendo a que el derecho de los accionistas sea mejor protegido.

De acuerdo a la situación observada en los distintos países y la literatura analizada, tampoco es posible cuantificar los efectos directos que entrega un buen sistema de Gobierno Corporativo, pero no existen dudas de que las buenas prácticas marcan la diferencia y actúan como un “seguro de protección” para la empresa y sus accionistas. En cambio, en los países donde no se respetan los principios propuestos por la OECD, la confianza de los inversionistas se deteriora, el mercado accionario se vuelve menos atractivo, sube el costo de financiamiento para las empresas y los proyectos de inversión, y se debilita el sistema económico en general. Esta situación no es exclusiva de las economías emergentes y el caso de EE.UU.²⁶ invita a poner atención en todos los mercados, mejorar la regulación y promover conductas éticas en todos los países.

El proceso de reforma en Chile ha sido iniciado con la publicación de la Ley a fines del año 2000. Pero la sola existencia de una legislación no es una garantía para lograr la excelencia. En Chile además, faltan otras reformas para desarrollar el Mercado de Capitales y hacerlo más confiable a los inversionistas extranjeros.

Además, para que el mercado de capitales nacional se perfeccione, no sólo se deben mejorar las prácticas de Gobierno Corporativo, sino que también se debe asegurar que el sistema permita a las empresas acceder adecuadamente a recursos de inversión, lo que se ha tratado de implantar con las sucesivas reformas al Mercado de Capitales aprobadas por el Congreso.

Sin embargo, la nueva Ley de Opas y Gobiernos Corporativos en Chile, es una buena experiencia para medir la efectividad de las reformas implementadas de acuerdo a los estándares internacionales.

Luego de los cambios introducidos en la legislación, Chile fue catalogado por analistas internacionales como el país que tenía las mejores prácticas en Latinoamérica. Pero al compararlas con países más desarrollados, aún quedan puntos pendientes por resolver en cuanto a incorporar las mejores prácticas a nivel mundial. Por lo anterior, se puede afirmar que el sistema chileno todavía no entrega suficiente nivel de protección a los accionistas minoritarios, pese a haber mejorado sustancialmente

Al analizar la estructura legal existente y las prácticas observadas en Chile, con respecto a los principios de la OECD y las mejores prácticas en el ámbito mundial, los aspectos que pueden mejorar son: la débil protección de los derechos de los accionistas, la insuficiente transparencia en el manejo y revelación de información, y la supervisión y sanciones débiles, para la creciente complejidad del sistema económico. Estos puntos

²⁶ Los principales casos divulgados corresponden a las empresas Enron, Worldcom, Tyco, Xerox, entre otras.

son centrales en las recomendaciones que hace el Banco Mundial para el mejoramiento de los sistemas de Gobierno Corporativo en los países emergentes.

Con respecto a los principios de *protección y tratamiento equitativo de los accionistas*, si bien ha sido adecuada la incorporación de conceptos de igualdad en el trato de todos los accionistas, sean extranjeros o nacionales, no ha ocurrido lo mismo con la existencia de series de acciones con derechos preferenciales. Aunque para esto se ha establecido un período de transición que expira a fines del año 2005, es una mala señal y no respeta un principio básico recomendado internacionalmente de “una acción un voto”.

En la Ley también se considera un período de transición que expira a fines del año 2003, para realizar una OPA de manera discriminatoria respecto de los accionistas minoritarios. Esto no es una buena señal, porque permite realizar la operación en condiciones beneficiosas sólo para el controlador. Para conservar transitoriamente esta discriminación, las empresas tuvieron que acogerse a un artículo especial (10º transitorio), que en la practica fue aprobado por la mayoría de las empresas en sus respectivas juntas de accionistas. Esta señal fue evaluada negativamente por la autoridad²⁷.

Respecto al principio que considera la función de los *stakeholders*, no existe mención directa en la Ley del rol que juegan los distintos miembros de la Sociedad en el gobierno de la empresa. En particular, los clientes, proveedores y la comunidad tienen escaso poder de negociación ante las empresas de gran tamaño o que tienen alto poder de mercado.

Sin embargo, las exigencias de países desarrollados están orientadas a que las empresas se hagan cargo de los efectos que pueden tener sus decisiones en la comunidad donde están insertas. Como lo afirma la "Caux Round Table"²⁹, la responsabilidad de las empresas va más allá de los accionistas, alcanzando también a todas las personas involucradas en el ámbito del negocio, los llamados stakeholders tales como: trabajadores, proveedores, clientes, competidores y comunidad, entre otros. Las sociedades son personas jurídicas que en la Sociedad local, nacional e internacional, tienen que asumir la responsabilidad de asegurar la sustentabilidad global del planeta y sus habitantes, como expresión de reciprocidad hacia los legisladores que, en representación de todos los ciudadanos, constituyen y conservan la institucionalidad empresarial.

En Chile, no existe una conciencia generalizada de esta responsabilidad social, a la vez de que sería complejo de incluir en una ley y podría abrir nuevos espacios de conflicto derivados del cambio en la relación de fuerzas entre las empresas y sus *stakeholders*. Como posibles soluciones a esta controversia están, por ejemplo, el mejoramiento de las leyes de Defensa del Consumidor y de Protección al Medio Ambiente, entre otras. Pero la más efectiva protección debería venir de los mismos empresarios y ejecutivos al considerar a sus stakeholders, cuando evalúan y supervisan los proyectos o negocios.

Como una forma de equilibrar *el balance de poder* entre los pocos *directores independientes* a la administración y la mayoría de directores relacionados al accionista

²⁷ La Superintendencia de Valores y Seguros ha publicado en su sitio de internet (<http://www.svs.cl/>) la lista de las empresas que se han acogido al artículo 10º transitorio de la Ley de Opas.

²⁹ La "Caux Round Table" cree que el empresariado mundial debe jugar un papel más importante en la mejora de las condiciones económico-sociales. <http://www.cauxroundtable.org/>

controlador, se incorpora en la Ley la creación del Comité de Auditoría constituido por una mayoría de directores independientes. Sus atribuciones están limitadas a reunir información contable o de auditoría y tienen escaso poder de decisión respecto a temas de gobierno, remuneraciones o nombramiento de nuevos directores. Esto ocurre porque, en la práctica, las tareas de los directores, especialmente los independientes, se multiplicarían y no podrían ejercer de manera eficiente una excesiva cantidad de funciones. Un aspecto en que sí pueden contribuir, es el mejoramiento de la *comunicación y transparencia en la entrega de información* a los accionistas.

Respecto al principio que establece *las responsabilidades del Directorio*, la legislación chilena es bastante amplia para señalar que los directores deben tener conductas apropiadas a los negocios en que se desempeña. Sin embargo, en Chile no existe un proceso de evaluación formal del Directorio, que permita al director responder ante los accionistas por los inadecuados procedimientos de toma de decisiones. Un aspecto importante incorporado en la Ley, es que un accionista o un grupo de accionistas que reúnan un quórum de al menos un 10% de la votación pueden demandar al Directorio en nombre de la sociedad³⁰. Sin embargo, esta prerrogativa tiene el inconveniente que es difícil de implementar porque hay que establecer una relación de causa efecto y además no permite individualizar responsabilidades apropiadamente.

Una responsabilidad adicional de la comunidad de directores, es la necesidad de su capacitación continua, como una manera de tener un desempeño productivo en la labor de dirección y supervisión, así como para proteger su responsabilidad personal y patrimonial, frente a los reclamos de los stakeholders. Este rol lo asumen en los países desarrollados y en los países latinoamericanos - a excepción de Chile - los Institutos de Directores. Está pendiente la iniciativa de producir un documento que identifique valores compartidos y que desarrolle una común interpretación de la conducta empresarial aceptada y respetada por todos, complementando de este modo los importantes logros establecidos en la Ley de Opas. Esta iniciativa, que no se llegó a concluir cuando se inició en el año 2000, debería ser retomada con las opiniones y recomendaciones aportadas por los sectores empresariales, académicos y reguladores.

Un aspecto evaluado positivamente en Chile, es que el funcionamiento del sistema financiero en Chile ayuda a mejorar el nivel de protección y lo diferencia positivamente de los países latinoamericanos y lo iguala al funcionamiento de países desarrollados. Además, este sistema provee un nivel adicional de vigilancia sobre las empresas chilenas, que son financiadas y operan estrechamente relacionadas con los bancos. Esto es muy importante, ya que si se observa las prácticas de países que han presentado problemas económicos, no ha existido suficiente transparencia en el sistema financiero.

También la regulación y vigilancia exigida a los inversionistas institucionales, tales como Compañías de Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs), aporta un factor de transparencia al sistema. En un mercado chileno, los inversionistas institucionales son el principal motor del mercado de inversiones de largo plazo y además claramente han aportado al crecimiento del ahorro de la economía nacional.

Para el desarrollo del mercado de capitales chileno es importante que las empresas y las autoridades regulatorias den claras señales de adopción de las prácticas aplicadas en las economías desarrolladas. Para lograrlo será necesario complementar estas reformas con

³⁰ Esta figura se conoce en Derecho como "acción civil derivada".

la flexibilización de los aspectos impositivos para las inversionistas chilenos y extranjeros, y la modernización de la estructura legal para la solución de conflictos.

La integración de la economía chilena al contexto internacional obliga a iniciar pronto las reformas pendientes, especialmente cuando el país se encuentra en un proceso de integración comercial con la Comunidad Económica Europea, Estados Unidos y APEC, entre otros bloques comerciales.

En todo caso, los avances del país en cuanto a la toma de conciencia empresarial y de las sus autoridades en materias de Gobierno Corporativo han sido significativos y destacados con respecto a otras economías similares, pero aún queda camino por recorrer para que los beneficios de las denominadas estas “buenas prácticas” sean internalizadas por todos los participantes del sistema económico.

Bibliografía

1. Agosin, Manuel y Ernesto Pastén. Corporate Governance in Chile. Meeting on Corporate Governance in Developing Countries and Emerging Economies by OECD Development Centre and the European Bank for Reconstruction and Development. París, Abril de 2001.
2. Biblioteca del Congreso Nacional de la República de Chile. Ley del Mercado de Valores, Ley de Sociedades Anónimas, Ley de Opas y Gobiernos Corporativos y Ley de Quiebras. Textos completos en sitio de Internet: <http://www.congreso.cl/>
3. Charkman, Jonathan. Keeping a Good Company “A study of Corporate Governance in five countries” Oxford University Press 1995.
4. Carril, Valentín. Sahereholder’s Rights: Slowly moving in the right direction. Banco Santander Central Hispano New York. Agosto de 2001.
5. Clarke, Alvaro. Modernización del Mercado de Capitales Chileno: La Nueva Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones y Gobierno Corporativo. Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. Santiago, Mayo de 2001.
6. Eyzaguirre, Cristián y Ricardo Escobar. Introducción al Corporate Governance. Memoria Facultad de Derecho Universidad de Chile. Abril de 2001.
7. Ernst&Young-Sofofa. Gobierno Corporativo: Oportunidades y amenazas para la empresa chilena. Publicación del Seminario realizado el 03 de Octubre de 2002 en la ciudad de Santiago, con el patrocinio de la Sociedad de Fomento Fabril
8. Escobar, Ricardo. Corporate Governance in Chile: New Developments. OECD Meeting. Buenos Aires, Argentina, Marzo de 2001.
9. La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny. i) The Corporate Ownership Around the World, Junio 1998. ii) Investor Protection: Origins, Consequences and Reform, Diciembre 1999. iii) Investor Protection and Corporate Valuation, Diciembre 1999. National Bureau Economics Research, Harvard University and Chicago University.

10. Le Fort, Fernando y Eduardo Walker. Gobierno Corporativo, Protección a Accionistas Minoritarios y Tomas de Control. En “Fundamentos Conceptuales de la Ley de Opas”. Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. Santiago, Mayo de 2001.
11. Macey R, Jonathan. La eficacia de los diferentes Sistemas de Gobierno Corporativo. Harvard Deusto. Edición Marzo Abril de 2001.
12. National Bureau Economics Research, Inc. Working Papers on Corporate Governance in <http://www.nber.org/>
13. OECD. Los principios de la OECD para el Gobierno de las Sociedades, Marzo 2001. Versión en castellano en: <http://www.oecd.org/>
14. Parisi, Franco, Rodrigo Godoy y Antonino Parisi. Gobierno Corporativo en Chile: Evidencia. Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas Universidad de Chile. Santiago, Marzo de 2000.
15. Worldbank Group. Corporate Governance: A framework for implementation overview 1999. <http://www.worldbank.com/>
16. Zingales, Luigi. Corporate Governance, Diciembre de 1997. The Governance of the New Enterprise, Octubre de 2000. National Boureau Economic Research and Chicago University.
17. Zúñiga, Franco y Teodoro Wigodski. Gobierno Corporativo en Chile. Tesis para optar al grado de Magíster en Gestión y Dirección de Empresas. Departamento de Ingeniería Industrial, Universidad de Chile. Santiago, Diciembre de 2001.