



**UNIVERSIDAD DE CHILE**

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS

Escuela de Economía y Administración

Ingeniería Comercial

**GOBIERNO CORPORATIVO  
COMO INSTRUMENTO DE CREACIÓN DE VALOR**

SEMINARIO PARA OPTAR AL TITULO DE

INGENIERO COMERCIAL

CON MENCIÓN ADMINISTRACIÓN

ALUMNOS : CRISTIAN ASTORGA ARANCIBIA  
PEDRO BEAS RAVERA  
JAVIERA CARMONA IRIARTE  
ALEJANDRO HOFFA UGARTE  
PROFESOR GUIA : JORGE AWAD MEHECH

SEMESTRE PRIMAVERA 2003

## INDICE

<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>4</b>
<b>I PARTE .....</b>	<b>6</b>
<b>1. INTRODUCCIÓN AL GOBIERNO CORPORATIVO .....</b>	<b>7</b>
1.1    DEFINICIÓN .....	7
1.2    RESEÑA HISTORICA DEL GOBIERNO CORPORATIVO.....	9
1.3    EL FRAUDE Y SUS ORÍGENES .....	13
1.4    CAUSAS DE FRAUDES.....	17
1.5    UNA NUEVA ETAPA EN LA HISTORIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO.....	22
<b>2.    MARCO TEÓRICO.....</b>	<b>24</b>
2.1    MODELO DE GOBIERNO CORPORATIVO.....	24
2.1.1    Introducción al modelo.....	24
2.1.2    Inputs.....	27
2.1.2.1    Ley de Sociedades Anónimas .....	27
2.1.2.2    Ley Sarbanes Oxley .....	30
2.1.2.3    Ley de Opas .....	34
2.1.2.4    Mercado de Capitales II.....	37
2.1.2.5    Código de Buenas Prácticas .....	40
2.1.3    Propiedad.....	44
2.1.4    Administración .....	52
2.1.5    Resto de la Comunidad de Negocios. ....	62
2.1.6    Relación Administradores – Propietarios .....	65
2.1.7    Compañías Auditoras .....	70
2.1.8    Evaluadores de riesgo.....	74
2.1.9    Outputs .....	74
2.2    EVOLUCION DEL GOBIERNO CORPORATIVO.....	75
2.2.1    Homologación de Gobierno Corporativo en mercados Globalizados.....	80
<b>II PARTE .....</b>	<b>84</b>
<b>3.    CREACIÓN DE VALOR.....</b>	<b>85</b>
3.1    MEDICION E INDICES DE CRACIÓN DE VALOR.....	87
3.1.1    Tasa de rendimiento sobre el capital invertido (ROI).....	89
3.1.2    Tasa de Inversión Neta .....	90
3.1.3    Valor Presente Neto.....	90
3.1.4    Costo de Capital .....	91
3.1.5    Valor Agregado de Mercado (market valued added).....	93
3.1.6    Capitalización Bursátil, Aumento del Valor y Rentabilidad para los Accionistas.....	94
3.1.7    Valor Económico Agregado (EVA) .....	96
3.2    ANALISIS DE LOS INDICES .....	98
3.3    MONITOREO DEL PROCESO DE CREACION DE VALOR.....	99
<b>4.    EVIDENCIA INTERNACIONAL DE CREACIÓN DE VALOR .....</b>	<b>101</b>
<b>5.    ÍNDICE DE PUNTUACIÓN PARA EL GOBIERNO CORPORATIVO EN LA EMPRESA.....</b>	<b>107</b>
5.1    CONCEPTO DE ÍNDICE DE GOBIERNO CORPORATIVO.....	107
5.1.1    Existencia de Índices Actuales para la Medición de Gobierno Corporativo.....	107
5.1.2    Características de un Índice para ser Relevante.....	111

5.2	ÍNDICE DE PUNTUACIÓN PARA EL GOBIERNO CORPORATIVO CHILENO (IPGC).....	112
5.2.1	Introducción.....	112
5.2.2	Proceso Analítico y Puntajes.....	113
5.2.3	Lineamientos para la puntuación de los componentes.....	115
5.2.3.1	La Propiedad.....	115
5.2.3.2	Desglose de la Información y Transparencia Financiera.....	117
5.2.3.3	La Administración.....	119
5.2.3.4	Resto de la Comunidad de Negocios.....	122
5.2.4	Establecimiento del Puntaje.....	123
<b>6.</b>	<b>EVALUACIÓN DEL DIRECTORIO.....</b>	<b>125</b>
	<b>CONCLUSIÓN .....</b>	<b>133</b>
	<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>136</b>
	<b>ANEXO .....</b>	<b>142</b>
	<b>ANEXO 1 .....</b>	<b>143</b>

## INTRODUCCIÓN

El Gobierno Corporativo se ha transformado en un tema de debate mundial en los últimos años, esto por una serie de eventos ocurridos en las últimas dos décadas, los cuales han posicionado el actuar del Gobierno Corporativo como un tema primordial al momento de evaluar el desempeño de la empresa. Donde el rol y las influencias de los Inversionistas, el poder y las responsabilidades de Directores, las reglas de cambio de Gobierno y las compensaciones, resultados y capacidades de los Altos Ejecutivos, influyen sobre el adecuado comportamiento de este sistema.

Es en economías desarrolladas donde el sistema de Gobierno Corporativo ha crecido gradualmente a través del tiempo. Este crecimiento ha sido resultado de múltiples factores, tales como las leyes, regulaciones, políticas, instituciones públicas, asociaciones profesionales y códigos éticos. Sin embargo, estos factores no han sido completamente desarrollados en economías emergentes, en cuyos países no ha sido fácil implementar buenos sistemas de Gobierno Corporativo. Además se suman los problemas en las estructuras de propiedad, relaciones vagas y confusas entre el Estado y sectores financieros, débiles sistemas legales y judiciales, un vacío institucional y todo junto a un escaso desarrollo de las capacidades humanas.

A pesar de las diferencias entre las economías desarrolladas y en vías de desarrollo, el Gobierno Corporativo no puede ser visto como un asunto local para las empresas, ya que la globalización ha implicado la necesidad de una coordinación internacional de esfuerzos para asegurar un crecimiento sostenido y compartido. Un buen régimen de Gobierno Corporativo ayuda a afirmar que las empresas utilizan su capital de manera eficaz, además asegura que se toman en consideración los intereses de todas las partes relacionadas y que la Alta Administración es responsable junto con la empresa y los accionistas. Esto ayuda a mantener la confianza de los inversionistas y atraer capitales estables de largo plazo.

Existen aspectos internos y externos que conforman el Gobierno Corporativo y que son determinantes, de una u otra forma, en el desempeño de una empresa. En base a esto, los Directores han de ser conscientes de que, en último término, las estrategias de negocios de las empresas, su capacidad de crear valor de forma persistente, y la propia permanencia de las mismas, dependen de su coherencia con los principios de desarrollo sostenible.

Así es como la acción de Gobierno debe propiciar la relación entre medios y fines. El Gobierno Corporativo, para ser tal, no puede olvidarse del objetivo de la empresa, y cómo éste finalmente se proyecta en las organizaciones y en la sociedad.

Si la empresa chilena se ha propuesto mejorar la gestión de sus Directores, ha sido para lograr el máximo beneficio, crear valor y, a su vez, tener un mayor control. Siendo necesario trabajar el tema de auto-evaluaciones, más allá que el solo análisis al final del periodo de gestión.

Para desarrollar el tema de creación de valor en la primera parte de este trabajo investigativo, mostramos lo entendido mundialmente por Gobierno Corporativo, la historia referente a él y por último desarrollamos un modelo que busca dar a entender como es el mecanismo de funcionamiento de un buen Gobierno Corporativo, presentando a los distintos actores y las relaciones que se crean entre ellos y el medio que envuelve al Gobierno Corporativo.

En la segunda parte de nuestro estudio, se aterriza más el tema de creación de valor, a través de la revisión de las diferentes formas de medición de creación de valor en el mundo, para después ver la evidencia internacional de cómo el Gobierno definirá esta creando valor.

Además se desarrolla la creación de un índice, con el cual pretendemos crear un estándar de buen Gobierno Corporativo chileno, para en último termino dar paso a lo que para nosotros es un factor importante en al gestión de todo Gobierno Corporativo como es la evaluación del Directorio, donde desarrollamos un mecanismo formal de evaluación de éstos.

## **I PARTE**

# 1. INTRODUCCIÓN AL GOBIERNO CORPORATIVO

## 1.1 DEFINICIÓN

El concepto “Gobierno Corporativo” o “Gobierno de las Sociedades”, ha existido en el ámbito empresarial desde hace mucho tiempo, sin embargo, en el Reino Unido, este término no aparece en la literatura profesional ni académica antes de 1980, como asimismo, empezó a ser más evidente en los Estados Unidos durante los años 70.<sup>1</sup>

El Gobierno Corporativo busca la transparencia, objetividad y equidad en el trato de los socios y accionistas de una sociedad, la gestión de su administración superior, y la responsabilidad frente a los terceros que aportan recursos. La gobernabilidad corporativa responde a la voluntad autónoma de la persona jurídica, de establecer estos principios para ser más competitiva y dar garantías a todos los grupos de interés. Entonces podemos decir que el Gobierno Corporativo se relaciona con el ejercicio de la autoridad en la toma de decisiones, que afectan los intereses de las diferentes partes.

Es necesario mencionar la definición citada por distintos autores, que sintetiza parte de lo que es el Gobierno Corporativo, que se especifica como “el sistema mediante el cual dirigen y controlan las sociedades”.<sup>2</sup>

Relacionado con la definición anterior la OCDE<sup>3</sup> define como, “el sistema por el cual las compañías son dirigidas y controladas. La estructura del gobierno corporativo especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre los distintos participantes de la sociedad: los accionistas, el directorio, la administración y los terceros relacionados (acreedores, proveedores, clientes, etc.), clarificando las reglas y procedimientos para la toma de decisiones de los asuntos sociales. Además proporciona la estructura que permite establecer los objetivos de la sociedad, determinando los medios para alcanzarlos y cómo supervisar su cumplimiento”.

---

<sup>1</sup> Julie Margaret, Deakin University, “A History of Corporate Governance: The case of Burns Philip & Company Limited, an Australian Perspective”

<sup>2</sup> Informe Cadbury (Informe del comité sobre los aspectos financieros de gobierno corporativo)

<sup>3</sup> Organización para la cooperación y el desarrollo económico

Agregando otro punto de vista, Ira M. Millstein<sup>4</sup> señala que “el Gobierno Corporativo abarca las relaciones entre los administradores de una sociedad y sus Accionistas, basado en el hecho de que el Directorio es el agente de los accionistas para asegurar que la sociedad es gestionada en el mejor de sus intereses”.<sup>5</sup>

Las decisiones de negocios afectan condiciones sociales domésticas e internacionales y esto implica una responsabilidad de todos los miembros de la comunidad. Agregando a esto, y para tener una visión más amplia, incluimos definiciones dadas por dos universidades: La Universidad de Maryland (USM) define como “la facultad de compartir la responsabilidad de la administración y de la toma de decisión importante de una compañía frente a la potencialización de su recurso humano, la investigación, la misión, y el presupuesto”, y The University of New South Wales School of Economics da como la definición más restricta del Gobierno Corporativo, la que se refiere a “la forma mediante la cual una empresa protege los intereses de accionistas y de otros deudores. Los principios hacen énfasis en la protección a los accionistas minoritarios puesto que los accionistas grandes no requieren generalmente protección”. En un sentido más amplio, se refiere a la responsabilidad de la gerencia, incluyendo directores (administradores y miembros de juntas directivas), ante los accionistas.

En síntesis podemos ver que el Gobierno Corporativo consiste en un conjunto de relaciones que se establecen entre los Accionistas (Junta de accionistas), Directorio y Administración superior de la empresa, en el ejercicio de la regulación y auto-regulación, con el fin de crear valor para la empresa dentro de su comunidad de negocios. Esto es crucial para proveer los incentivos adecuados para que se realicen las inversiones necesarias para el desarrollo de la empresa. La razón de que esto no ocurra de forma automática, es la existencia de asimetrías de información y la imposibilidad de implementar contratos frente a cada una de las posibles eventualidades futuras.

Si nos referimos a la literatura académica, nos encontramos con razones que explican la existencia del Gobierno Corporativo, como la expuesta por Zingales<sup>6</sup>, donde explica que en muchas transacciones económicas “no estandarizadas” la mano invisible de Adam Smith no

---

<sup>4</sup> Chairman of the Board of Advisors of the International Institute for Corporate Governance at the Yale School of Management

<sup>5</sup> “The evolution of corporate governance in the United States”. Foro Económico Mundial. Davos. Suiza, Febrero 2, 1998

<sup>6</sup> “Corporate Governance”, Zingales, L. 1997



es capaz de asignar eficientemente los recursos, sin el uso de alguna forma de autoridad. Explica además la existencia de las Cuasi-Rentas<sup>7</sup>, que se producen debido a la existencia de complementariedad y externalidades en los diferentes aportes de quienes participan en una relación económica, que hacen que el valor del todo, es decir la empresa, sea distinto a la suma de sus partes. Entonces se crea el problema de repartición de las Cuasi-Rentas, que no pueden ser repartidas *ex-ante*, ya que no es posible confeccionar contratos perfectos que contemplen todas las eventualidades que puede sufrir la relación económica establecida, o que el cumplimiento de dichos contratos no pueden ser garantizados debido a un pobre sistema judicial. Esto determina un importante conflicto de interés. En otras palabras, cuando la relación económica o empresa genera rentas que no pueden ser distribuidas *a priori*, el derecho a tomar decisiones *ex-post* es valioso puesto que aumenta el poder negociador para capturar dichas rentas. A este derecho se le conoce como el control residual y en las corporaciones modernas recae, en principio, sobre los Accionistas y son estos los que deben asegurar la adecuada entrega de valor del sistema en el cual están inmersos, entonces el Gobierno Corporativo deberá velar por una adecuada distribución de riquezas y una óptima asignación de recursos.

## **1.2 RESEÑA HISTORICA DEL GOBIERNO CORPORATIVO**

Desde hace un tiempo, la atención del público e inversionista se está centrando en el comité de Directores de las grandes corporaciones. Empujado por las diferentes reformas y propuestas al Gobierno Corporativo, encaminadas hacia su independencia y efectividad. Además se ha levantado una alta expectativa sobre el rol del Comité de Auditoría como guardianes de los intereses de los accionistas, del desempeño ético de la administración superior y de la contabilidad corporativa.

Los accionistas confían en el Comité de Auditoría, que abra tanto las nuevas reglas, como la independencia y ejerza una efectiva revisión de los reportes financieros de las entidades. De igual manera son importantes las expectativas que el Comité de Auditoría pone sobre los demás participantes del proceso de reporte financiero. Las reformas regulatorias incentivarán a estos comités a aumentar los niveles de expectativas de manejo

---

<sup>7</sup> Valor de los ingresos suplementarios que recibe un factor productivo cuando la oferta del mismo no puede aumentarse durante un período determinado

empresarial, incluyendo al CEO (Chief Executive Officer), CFO (Chief Financial Officer) y los auditores externos. Estas demandas y expectativas recíprocas son indispensables para facilitar y eficientar la operación del proceso de reporte financiero.

Si nos remontamos a los inicios de esta relación, nos encontramos con que el Comité de Auditoría, dentro del Comité de Directores, fue recomendado por primera vez por The New York Stock Exchange en 1939, que derivó en dos actas. La primera, la “Investment Company Act of 1940”, que regulaba la organización de las compañías, incluyendo Fondos Mutuos. Esta regulación estaba diseñada para minimizar los conflictos de interés que se creaban en las complejas acciones de inversión, reinversión y manejo accionario, obligando a las empresas a la entrega de información sobre su situación económica y políticas de financiamiento. La segunda, la “Investment Advisers Act of 1940”, en la cual la SEC<sup>8</sup> recomienda que un comité de miembros externos al directorio nomine a los auditores independientes y se ocupe de los detalles relativos a la auditoría.

Estos fueron los primeros intentos concretos de formalizar el manejo corporativo y el control al interior de las empresas, de manera que no existan errores de información, minimizando los errores y conflictos de interés.

En los siguientes años se emitió un serie de normas, sin embargo, como siguiente paso importante es necesario trasladarnos a comienzos de 1985, año en que fue creado The committee of Sponsoring Organizations of The Treadway Comisión (COSO), este fue formado como alianza de 5 organizaciones profesionales: The Financial Executives Internacional (FEI), The American Accounting Association (AAA), The American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), The Institute of Internal Auditors (IIA) y The Institute of Management Accountants (IMA), conocido formalmente como la Asociación Nacional de Contadores.

The Treadway Comisión publico el “Reporte de la Comisión Nacional de Fraudes”, en 1987. El propósito de este reporte fue el desarrollo de un estudio de factores que pueden llevar a reportes financieros fraudulentos, identificando maneras de disminuir este. En esa época el reporte fue considerado el más comprensivo estudio de ese tipo realizado y continúa siendo referencia en la comunidad financiera de hoy.

---

<sup>8</sup> Stock Exchange Comisión

El en abril del año siguiente, la Auditing Standards Board (ASB) emite el “SAS 61 Comunicaciones con el Comité de Auditoría” y la “SAS 55”, con el principal objetivo de asegurar la comunicación de los resultados de la auditoría al Comité de Auditoría. Paralelamente, la National Association of Securities Dealers (NASD) y la American Stock Exchange, adoptan la obligatoriedad de los comités de Auditoría para las compañías listadas en la bolsa con fecha posterior a Abril de 1988. Luego, en 1991, el Congreso Norteamericano promulga la reforma legislativa al Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), que tiene como misión mantener la estabilidad de la confianza pública en el sistema financiero nacional, la reforma hizo obligatorio la creación de comités de Auditoría Independientes para el sector bancario.

Los esfuerzos por tener una organización más regulada y en concordia con la sociedad se realizaban a nivel global, en los países más importantes. Es así como en 1992, en el Reino Unido el Cadbury Committee desarrollo “The Code of Best Practice” el cual recomendaba a la Junta de Directores de las corporaciones del Reino Unido incluir al menos tres directores externos y que la posición del Chairman y CEO sea mantenida por diferentes individuos. La subyacente presunción fue que estas recomendaciones podrían liderar el perfeccionamiento de la visión de mando de la Junta. El Cadbury Committee fue creado por “The Conservative Government of the United Kingdom” en mayo de 1991 con la premisa de dirigir los aspectos financieros de el Gobierno Corporativo.

De la misma manera, continuando en el Reino Unido, se creo en el año 1995 el “Greenbury Report”, el propósito de este trabajo es establecer las mejores prácticas en la determinación de las remuneraciones para los Directores. Ese mismo año al AICPA desarrollo la “SAS 78”, una enmienda de la “SAS 55”, donde se reorganizaba la definición de control interno, en base al informe del Cadbury Committee.

Como podemos ver, la discusión se ha centrado sobre todo en Estados Unidos y el Reino Unido, pero se crea la necesidad de la internacionalización de estos esfuerzos. Esto se ve reflejado en 1998 cuando la OECD, crea “The New Corporate Governance”, trabajo que pretende perfeccionar la competitividad y el acceso a un mercado de capitales global, formulando que el Gobierno Corporativo ha sido globalizado, determinando la necesidad de crear reglas y normas comunes. Así mismo, expresa que el Gobierno Corporativo tradicional se sigue concentrando en torno al poder y al dinero. Esto dio pié para que un año

más tarde la OECD redactara “Principles of Corporate Governance”. Códigos que serán tratados más adelante con mayor profundidad.

Para ese entonces, Australia, Canadá, Francia, Hong Kong, Holanda y varios otros países de Asia y Europa, tienen sus propios requerimientos y recomendaciones en relación al establecimiento de Comités de Auditoría en sus Directorios con miembros externos o independientes, para las compañías listadas en las respectivas Bolsas de Valores.

La New York Stock Exchange (NYSE) y la National Association of Securities Dealers (NASD), en Septiembre de 1998 creó The Blue Ribbon Committee members, formada por miembros de estas dos entidades, además de profesionales provenientes de diferentes áreas como negocios, finanzas y contabilidad. Este comité publicaría el 8 de Febrero de 1999, “The Report and Recommendations of the Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees”.

El “Blue Ribbon Report”, como es conocido, reorganizó al Comité de Auditoría, permitiendo por un lado preparar los reportes financieros de mejor manera, como asimismo, el involucramiento en numerosas tareas que requerían preparación financiera. Este informe incluye diez recomendaciones y cinco principios para mejorar el actuar de los Comités de Auditoría. Las recomendaciones se encasillan en tres categorías:

- Reforzamiento de la independencia de los Comités de Auditoría.
- Mejoramiento de la efectividad de los Comités de Auditoría.
- Aumentar la responsabilidad del Comité de Auditoría, los Auditores Externos y la Gerencia.

Los principios están más bien relacionados con el rol del Comité de Auditores como de las relaciones de este con los demás mecanismos dentro del Gobierno Corporativo.

El perfeccionamiento del Gobierno Corporativo ha sido una de las mayores tendencias en el escenario financiero mundial durante los últimos años. Se han desarrollado más de 25 códigos de “Buenas Prácticas Corporativas”, en 14 diferentes países, entre los que se pueden nombrar al “Admission Rules” de la European Association of Securities Dealers Automatic Quotation (octubre de 1996), los “Principles of good practice for Board of Directors” de la Commonwealth Association for corporate Governance (abril de 1998), el “Brazilian code of best Practices” del Brazilian Institute of Corporate Directors (abril de

1997) y “El Gobierno de las Sociedades Cotizadas” en España, también conocido como Informe Olivencia (1998), entre otros.

### **1.3 EL FRAUDE Y SUS ORÍGENES**

Inevitablemente es una realidad que existen individuos que utilizan todo su potencial y creatividad para la manipulación y la alteración en dolo de las cifras económicas, con el objeto de denotar un mejor desempeño, somos de la creencia que los escándalos financieros si pueden ser prevenidos.

Para desarrollar cualquier análisis posterior, es conveniente en primer lugar aunar un criterio común. El Diccionario de la Real Academia Española<sup>9</sup> define un fraude como una acción contraria a la verdad y a la rectitud, que perjudica a la persona contra quien se comete. Sin embargo, nosotros lo entenderemos como todo engaño cometido para sustraerse de las obligaciones legales, sean de carácter civiles o fiscales, y que producen un perjuicio al estado o a terceros, ya que nos parece una definición más elaborada.

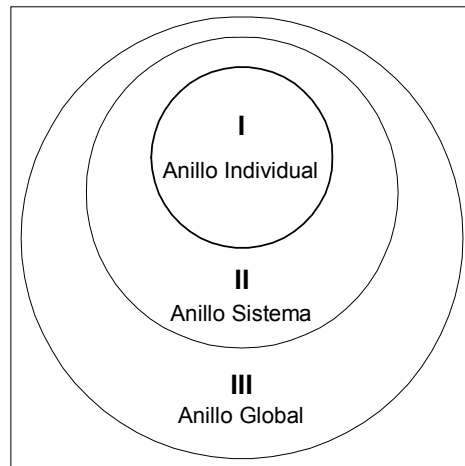
Para entender los motivos por el que los agentes perpetran fraudes, estudiaremos el tema desde tres perspectivas o ámbitos. Lo que plantearemos es el Modelo de los Tres Anillos.

Este es un modelo que consta de tres círculos concéntricos. El primer círculo es una dimensión de carácter individual, el segundo anillo lo constituye la perspectiva que determina las formas en que se relacionan los agentes dentro de un sistema y cómo la estructura de este afecta las conductas de los agentes que operan en este sistema, mientras que el tercer anillo y último está configurado por un contexto macro o global, donde conviven un conjunto de sistemas.

---

<sup>9</sup> Diccionario de la Lengua Española. Real Academia Española, Vigésima Segunda Edición, 2002.

**Figura 1**  
**El Modelo de los Tres Anillos**



El primero de los círculos es una perspectiva personal. Los motivos que pudiesen explicar el comportamiento individual vienen de dos áreas específicas: la ética y la psicología.

La vida en comunidad, desde hace siglos, ha implicado para el hombre el desarrollo de códigos morales, los que pretenden regir sus acciones no tanto por lo que le convenga, sino por la bondad o maldad de cada una de estas acciones. Lo anterior pone de manifiesto las históricas divergencias en cuanto a problemáticas recurrentes. El primer problema es el desacuerdo que existe sobre si los juicios éticos son verdades acerca de la realidad o sólo un reflejo de los deseos de quienes los formulan. El segundo problema trata de si el actuar se realiza en beneficio propio, o si al menos, es racional hacerlo.

La cuestión es que el fraude se comete bajo una acción deliberada, y por tanto, planificada y deseada con anterioridad con el objetivo de obtener un beneficio personal.

El segundo argumento proviene del aporte que realiza la Psicología, a través de la Teoría Psicoanalítica, la que establece que existen tres tipos de estructuras que determinan la personalidad de los individuos: la estructura psicótica, la neurótica y, la perversa. Es esta última la estructura que domina en aquellos individuos que cometen engaños contra terceros, presentando como características comunes la impugnación de las acciones solamente cuando han sido sorprendidos y la constante búsqueda de oportunidades para cometer la acción del dolo.

También es posible que la entropía explique el engaño desde otro punto de vista innato, por cuanto el desorden y la incertidumbre forman parte dentro de comportamientos posibles del ser humano.

El segundo de los círculos, el Anillo Sistema, representa el medio donde se relacionan los agentes y, cómo la estructura del sistema establece y afecta la conducta de los individuos que intervienen en éste. El sistema más habitual y al que nos referimos es el de la empresa o firma. En este nivel las variables críticas son: el manejo del riesgo y la función o mecanismo de control.

Las variables antes mencionadas pueden crear un entorno poco claro, en el que los individuos con estructuras perversas pueden prosperar. Otro aspecto de importancia es cómo se maneja el flujo de información, factor que se relaciona estrechamente con el control, ya que si ésta no fluye de forma clara, precisa, integra y exacta se va engendrando el caos o un desastre. Ejemplos de ineficiencias son las transacciones financieras que no son registradas.

Medidas que tiendan a la solución, o mejor aún a evitar acciones dolosas, pueden ser implementadas sin incurrir necesariamente en costos, y abarcan una amplitud de alternativas. En primer lugar, el control no depende exclusivamente de la alta gerencia; una estructura eficaz depende de que el Directorio designe su responsabilidad y que la información fluya a través de los distintos comités y gerencias, ya que cada una de las partes posee su labor específica en la estructura. Como segunda medida proponemos que aquellos que tienen responsabilidades en llevar el sistema de control deben tener el estatus apropiado, es decir la jerarquía, los conocimientos y el manejo adecuado de procedimientos, como la experiencia para confrontar a situaciones y personas.

Otros factores que se deben establecer son los procesos; definir los límites para los riesgos involucrados, entre otros los del crédito, operacionales y mercado; procesar correctamente las transacciones en los sistemas con una mínima intervención manual y por último, y quizás lo más importante, es establecer el flujo de información hacia aquellos con responsabilidades de monitorear el cumplimiento de las políticas.

El tercer y último anillo, el exterior o Anillo Global, es el que es definido por las estructuras de la economía. Los factores que influyen en este ámbito corresponde ante todo a los mecanismos que define el país para evitar acciones de engaño y por sobre todo a la

forma en que se resuelve conflictos donde se han afectado el patrimonio fiscal o de otro tercero. También es de suma importancia el rol que juega el Poder Judicial como la eficiencia de las leyes.

Las legislaciones varían de un país a otro dependiendo del bien jurídico que protege. En algunas legislaciones se contienen delitos tales como el abuso de poder de mercado, el acaparamiento, la especulación, la adulteración, la venta ilícita de mercancías, la competencia desleal, el fraude en la venta de bienes y la prestación de servicios, el desprestigio comercial e industrial, la omisión de información, el aprovechamiento del tipo de cambio, etc. Todas estas figuras en nuestro país no están tipificadas, y son resueltas por el orden jurídico general, es decir la normativa penal.

En Chile no existe una tipología de estos delitos, pero sí existe una legislación especial que regula algunos casos y algunos tipos como la regulación del ilícito de monopolio D.L. 211, la Ley de Mercado y algunos de sus ilícitos Ley 18.045 (aprovechamiento de información privilegiada), Ordenanzas de Aduana (fraude y contrabando), Legislación Tributaria (un sinnúmero de delitos tributarios relacionados con la evasión de impuestos). Pero no están regulados en un cuerpo como el código penal.

Ahora, un modelo alternativo al de los Tres Anillos, es el propuesto por el profesor de Wharton Thomas Donalson. El modelo se basa en el uso de Programas de Ética, para esto define tres tipos de programas: los Códigos, las Identidades y los Valores y, la Gobernanza Social. Cada programa tiene su propio objetivo.

Los programas de Códigos son los más comunes y se basa en la regulación del comportamiento humano de los empleados. Estos programas resuelven y regula conflictos de interés, el otorgamiento de presentes o regalos, conductas anticompetitivas, relaciones con los consumidores, entre otros aspectos.

Los programas de Valores difieren en tono y motivaciones según las partes involucradas. Generalmente abarcan los valores de un listado de compañías y se caracteriza por tener énfasis en conceptos positivos como la integridad, el respeto por los otros, trabajo en equipo y velar por el servicio entregado a los Stakeholders.

Por último los programas de Gobernanza Social, los cuales son los más atípicos, poseen un énfasis en el rol social que tiene la empresa. Existen dos tipos de visiones que dominan a este programa. El primero es el Social Accounting (Sa), y, la segunda es la llamada



Competency Based Responsibility (CBR), ambos movimientos que se originaron en Europa. Los programas se descansa en la premisa en que las compañías deberían actuar de buena forma para las actividades sociales, de la misma manera en que actúan para sus negocios y actividades financieras. A su vez, la segunda forma enfatiza las competencias corporativas en función de una forma de contribución a la sociedad, estos programas son adoptados por firmas que se quieren mover a través de buenas causas. Un ejemplo de CBR es el proyecto desarrollado por Ericsson, en asociación con UNICEF para la contaminación magnética.

#### **1.4 CAUSAS DE FRAUDES**

Los escándalos financieros no son una novedad en este siglo, por el contrario, revisando literatura, como por ejemplo Gwilliam<sup>10</sup>, se puede encontrar información que avala que estos hechos se vienen cometiendo desde hace más de tres décadas aproximadamente en lo que respecta a las sociedades avanzadas. En este sentido podemos recordar los escándalos financieros realizados en Maxwell, BCCI y, Polly Peck en Estados Unidos y; Banesto y PSV en España.

El funcionamiento de la economía de mercado depende fundamentalmente, entre otras cosas, de la confianza. Por tal motivo es de relevancia velar por un sistema de Gobierno Corporativo que permita la total transparencia, a modo de evitar las fatales consecuencias provocadas por estos casos fraudulentos.

Las principales consecuencias, de los hechos ocurridos en 2001 y 2002, son:

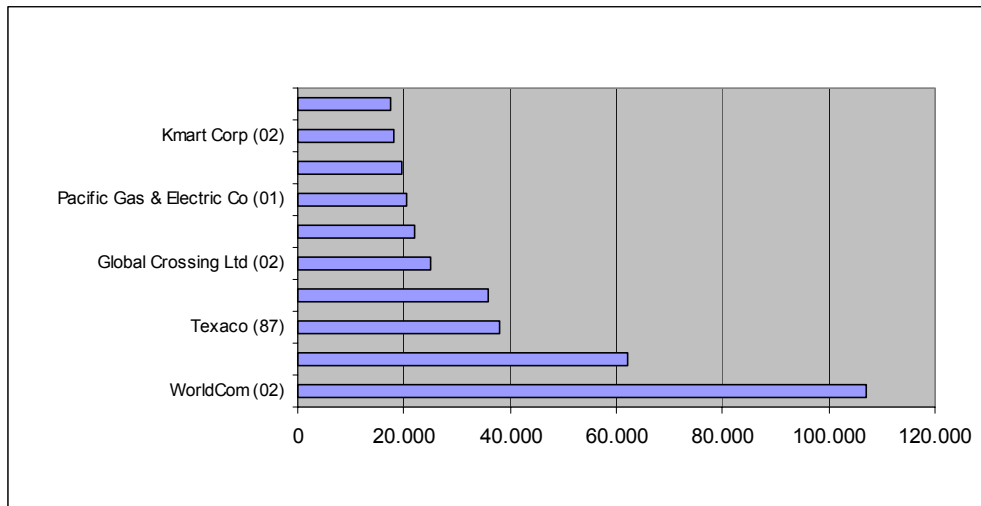
- La destrucción de valor para todo el mercado: En primer lugar, el colapso afectó a todas las empresas, sean éstas buenas u malas; en segundo lugar la pérdida de valor repercutió tanto en los accionistas como en los empleados que perdieron sus empleos y, en la sociedad que poseían sus ahorros en el mercado de capitales vía renta variable o fondo de pensiones privados.
- Desaparición de empresas auditoras de relevancia por el rol que jugaban en el control del funcionamiento del Gobierno Corporativo, siendo el caso más importante el de Andersen.

---

<sup>10</sup>“A Survey of Auditing Research”, Gwilliam, D. 1987, ICAEW/Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.

- Perdidas por US\$ 4 Trillones desde Enero de 2000, en las empresas que cotizan en Estados Unidos.<sup>11</sup>

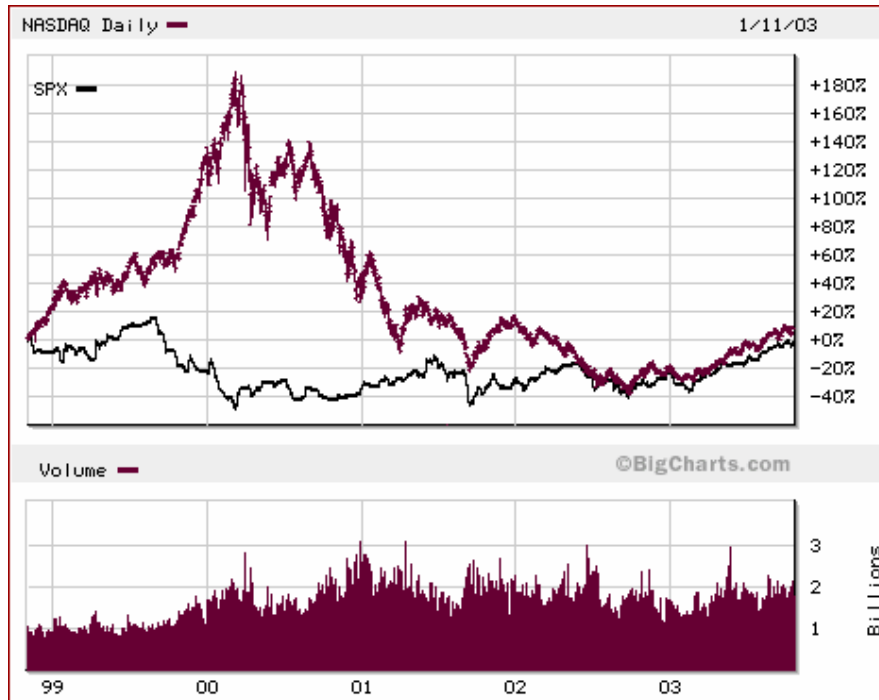
**Gráfico 1**  
**Mayores Bancarrotas de la Historia<sup>12</sup> (Montos Activos en MMUS\$)**



<sup>11</sup> Información extraída del Seminario: “El Gobierno Corporativo: Oportunidades y Amenazas para la Empresa Chilena”, realizado por Sofofa y Ernst & Young en Octubre de 2002.

<sup>12</sup> Fuente: SEC

**Gráfico 2**  
**Retorno Accionario Diario, desde 1.11.99 hasta 1.11.03.**  
**Nasdaq versus SP500 (spx)<sup>13</sup>**



Según García y Vico<sup>14</sup>, los grandes escándalos financieros tienen un punto en común, el cual es la euforia vivida previamente de las crisis realizando grandes aumentos de capital, fuertes inversiones en sectores riesgosos e información que resaltaba los excelentes resultados obtenidos e informes de auditoría limpios.

A continuación se abordarán los principales casos que produjeron mayor conmoción pública, tanto por los montos involucrados como por el papel que jugaban en el mercado de capitales.

**Enron:** Las principales acusaciones de carácter financiero que se le formularon a esta compañía energética fueron: ocultación de información financiera, creación de sociedades instrumentales que permitían ocultar pérdidas, prácticas contables no acordes a las prácticas generalmente aceptadas (destacando la manipulación contable que permitía mostrar

<sup>13</sup> Fuente: [www.ft.com](http://www.ft.com)

<sup>14</sup> “Los Escándalos Financieros y la Auditoría: Pérdida y recuperación de la confianza en una profesión en crisis.”

variaciones en la situación patrimonial) y no mostrar con claridad los riesgos que la compañía había asumido.

**Gráfico 3**  
**Retorno Accionario Diario, desde 18.08.99 hasta 18.08.03.**  
**Enron vesus SP500 (spx)**



Un punto muy criticado fue el hecho que la auditoría, realizada por Andersen desde la fundación de Enron, no fue capaz de detectar las anomalías contables, sin embargo, las críticas se endurecieron al constatar que la empresa auditora, no sólo había operado con negligencia, sino que también se demostró, posteriormente, que había actuado con dolo, al destruir documentos. Andersen fue procesada en marzo de 2002 por obstrucción de la justicia en el caso Enron y el veredicto de culpabilidad fue dictado el 15 de junio de 2002.

**WorldCom:** Bajo el liderazgo del presidente ejecutivo, Bernard Ebbers, y una estrategia que permitió el crecimiento de este gigante de las comunicaciones, basada en adquisiciones masivas de infraestructuras de Internet a nivel nacional (Estados Unidos) e internacional, le permitió llegar a ser el segundo operador de las telecomunicaciones en estados Unidos, poseyendo 77.000 empleados distribuidos en 65 países y una facturación por US\$ 37.000 millones en 1999.

Sin embargo, el 26 de junio de 2002 la SEC, entablo una demanda en contra de los máximos ejecutivos por falsedad contable estimada en US\$ 4.000 millones. Esto sobre la base que la posición financiera para 2001 debió arrojar una pérdida de US\$ 6.300 millones y para el primer trimestre de 2002 de US\$ 1.400 millones. WorldCom, en julio de 2002, pidió formalmente acogerse al capítulo 11 con deudas calculadas en US\$ 41.000 millones.

Los problemas para Andersen aumentaron, cuando aún no recuperaba la confianza y prestigio perdido por parte de sus clientes tras ser encontrada culpable en el juicio por obstrucción a la justicia, al saberse que había utilizado prácticas contables con el fin de falsear al alza los resultados de WorldCom y otras compañías (Global Crossing y Qwest Communications). Andersen dejó de auditar a compañías que cotizaban en los mercados, por una sentencia dictada el 15 de junio de 2002 y así, de paso se daba fin a una de las mayores compañías de auditoría a nivel mundial.

**Gráfico 4**

**Retorno Accionario Diario, desde 12.08.99 hasta 12.08.03.  
WorldCom vesus SP500 (spx)**



Es interesante mencionar el análisis que realizan García y Vico en su estudio, que establecen que los auditores no son los culpables de “maquillar” las cuentas, sino que este acto es realizado por los directivos y administradores de las empresas, y una de las cuestiones polémicas que establecen es la concentración del poder que se denota en estos escándalos financieros. A modo de ejemplo mencionan el poder ejercido por los accionistas mayoritarios para realizar “maquillajes” contables, estos son los casos de Bernard Ebbers en WorldCom, de Dennis Kozlowski en Tyco, de la familia Riga en Adelphia o de Kenneth Lay en Enron.

Se debe resaltar que estos escándalos no sólo afectaron a las sociedades inscritas en los registros público, sino que también se vio enjuiciada la acción realizada durante este período por los entes reguladores, como la SEC y analistas financieros. En específico Harvey Pitt debió dimitir, a la SEC, al ventilarse acciones que ponían en juicio su actuar durante el año 2002. Todo lo anterior implicó una merma en la credibilidad de una de las organizaciones más respetadas del mundo.

Con respecto a los analistas financieros, el más perjudicado fue Merrill Lynch, al darse a conocer que entregaba información engañosa a pequeños inversionistas, a los que recomendaba invertir en títulos calificados como basura por los analistas financieros de la compañía, y que desaconsejaba a los grandes inversionistas. Producto de este acto, Merrill Lynch fue obligado a pagar US\$ 100 millones, tras un acuerdo con el fiscal general de Nueva York.

## **1.5 UNA NUEVA ETAPA EN LA HISTORIA DEL GOBIERNO**

### **CORPORATIVO**

Quizás mucho del súbito y renovado interés por el correcto actuar empresarial tenga que ver con los múltiples escándalos económicos, analizados anteriormente, partiendo por el de Enron, en Estados Unidos, y continuando con el del grupo Inverlink, en Chile.

La búsqueda de lucro es imprescindible, las empresas rentables son las que perduran en el tiempo, ya que usan en forma adecuada sus recursos y producen bienes y servicios que el mercado demanda. Pero el afán de lucro no es, ni puede ser, la misión única de la empresa. Múltiples estudios internacionales demuestran que invertir en ética es tal vez uno de los negocios más rentables para las empresas. Los empleados que sienten que trabajan en

ambientes éticos son seis veces más leales que quienes consideran que sus organizaciones no lo son. Casi el 50% de los consumidores ha pensado castigar a una empresa producto de acciones sociales que considera negativas, y que cerca del 30% ha evitado comprar productos de una empresa por esta misma razón<sup>15</sup>. Esto determina de alguna manera que las empresas deban dar cabida a la responsabilidad social, que su responsabilidad vaya más allá de los accionistas, hacia todas las personas involucradas en los negocios.

Podemos ver entonces que existió una enorme pérdida de valor. Sea este valor verdadero o no, las consecuencias han sido enormes en empleos perdidos, patrimonios, ahorros de toda la vida y planes de pensión de individuos que no tuvieron la culpa de los sucesos ocurridos.

Si nos situamos en un espectro global, podemos ver que estos sucesos no fueron el pilar que desencadenó los problemas, sino más bien “la gota que rebalsó el vaso”, ya que hubo eventos que los antecedieron, tales como las quiebras de importantes empresas de diferentes países, el colapso de la burbuja de las “dotcom” de Internet y bajas y nerviosismos en los mercados de capitales debido a muchos factores, todos ellos independiente de las quiebras que aquí mencionamos. Estos eventos han resultado en que se ponga atención en las virtudes y fallas de los mercados de capitales que el público ve, como más fundamentales para la creación de valor en todo el orbe.

Como respuestas a estos sucesos es que desarrollaron una serie de reformas de carácter normativo, que concluyeron en la aprobación de la Ley Sarbanes-Oxley, en Estados Unidos, esta ley fue emitida por el congreso con una velocidad inusual, y posteriormente aprobada por el Presidente Bush el 30 de Julio de 2002.

Como una iniciativa para reestablecer la confianza de los inversores, la Ley Sarbanes-Oxley ha establecido las certificaciones ejecutivas de los estados financieros como un requerimiento permanente aplicable a todas las compañías que cotizan en bolsa de los Estados Unidos. En esta publicación, la SEC introduce la definición de un nuevo término, “controles y procedimientos de exposición”, para expandir el concepto de controles internos sobre los informes financieros al área más amplia de los controles y procedimientos, sobre la exposición de la información material financiera y no financiera en los reportes públicos. Para asegurar que la información requerida en los informes

---

<sup>15</sup>Fuente: “Corriente de Opinión”, Fundación Chile Unido, Agosto 2003.

presentados bajo el Securities Exchange Act de 1940 es registrada, procesada, resumida y reportada en forma oportuna, la SEC desarrolla el término “controles y procedimientos de exposición” de manera de certificar que toda la información material es acumulada y resumida para la evaluación y exposición oportunas conforme a las reglas y regulaciones de la SEC. La SEC intentó hacer explícito que los controles contemplados por La ley Sarbanes-Oxley deberían incorporar controles y procedimientos orientados a la calidad y oportunidad de la exposición en informes públicos.<sup>16</sup>

Por último podemos nombrar “The Review of the role and effectiveness of no-executive Directors”, conocido como Higgins Report, desarrollado en enero del 2003, trabajo en el que se intenta principalmente adelantar y reflexionar sobre las mejores practicas a través de la revisión de los códigos existentes. Enfocándose en el comportamiento, relaciones y necesidades para obtener mejores Juntas de Directores.

En definitiva, se ha comenzado una nueva etapa en torno a transparentar las prácticas del Gobierno Corporativo, apoyado por una fuerte estructura legislativa, como asimismo por las existencia de fuertes incentivos propios, por parte de las empresas a mejorar sus practicas, ya que esto se refleja en la cotización de mercado y en la valoración que tiene la comunidad de éstas. Se pretende entregar mejores prácticas, transparentado tanto estrategias como información, disminuyendo la incertidumbre y el riesgo asociado a las empresas. Además, estas nuevas leyes y principios forman los nuevos procesos de desarrollo del Gobierno Corporativo, en especial en aquellos países en vías de desarrollo, donde el asumir nuevas leyes, códigos y principios, puede ser más complejo.

## **2. MARCO TEÓRICO**

### **2.1 MODELO DE GOBIERNO CORPORATIVO**

#### **2.1.1 Introducción al modelo**

El Gobierno Corporativo es el conjunto de reglas y normas que guían el comportamiento de los accionistas, directores y administradores de una empresa, definiendo las obligaciones y las responsabilidades de estos hacia la comunidad de

---

<sup>16</sup> Se realizará un análisis más exhaustivo de esta Ley en la sección correspondiente a las leyes.



negocios. El concepto de Gobierno Corporativo tiene su origen en el problema de agencia, es decir, en la separación de la propiedad y el control. Como mencionamos anteriormente, el control de la firma es relevante, ya que otorga el derecho a tomar decisiones frente a eventualidades que no necesariamente están estipuladas en los contratos, dicho de otra manera, permite tener control sobre las ganancias residuales. Este derecho residual es económicamente valioso, porque esta discreción puede ser usada estratégicamente para negociar sobre el excedente de dichos negocios.

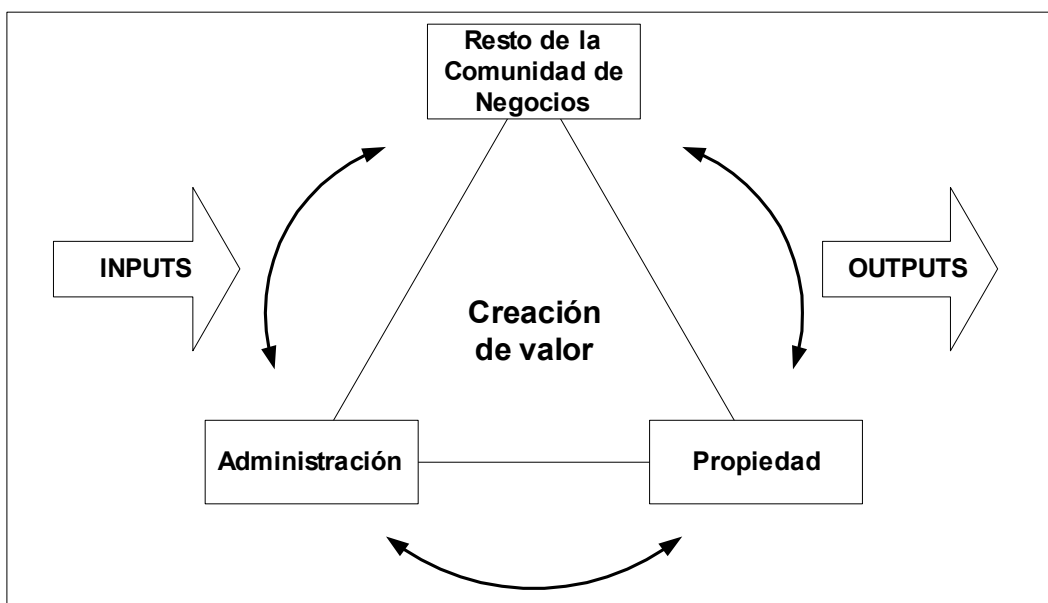
Los principales objetivos del Gobierno Corporativo se pueden resumir como: proveer una estructura eficiente de incentivos a la administración, establecer responsabilidades y otras salvaguardias que impidan que los administradores y accionistas controladores usen el control para extraer valor de la empresa a expensas de los accionistas minoritarios y otras partes interesadas. Es decir, el objetivo último que debería tener todo buen Gobierno Corporativo, es el de agregar valor en forma equitativa y de acuerdo al compromiso de cada parte con este proceso de creación. En definitiva, el Gobierno Corporativo es el conjunto de relaciones entre una comunidad de negocios y Directorio y administración, de manera que existan las mejores relaciones entre Propiedad y Administración; y se apliquen las autoregulaciones y regulaciones necesarias para crear valor en el interés de todos los que participan de esta comunidad de negocios.

A continuación se pretende dar a entender cómo es el funcionamiento de un buen sistema de Gobierno Corporativo, para lo cual hemos desarrollado un Triángulo de Gobierno Corporativo, que sirve de modelo explicativo, donde se destaca el papel protagónico que juegan los Propietarios, Administradores y el Resto de la comunidad de negocios, analizando los problemas endógenos de cada una de estas partes, como así mismo las relaciones y complicaciones que se crean entre cada una de ellas y el medio que los rodea.

Este Triángulo (ver figura N° 1) está compuesto por tres aristas: Propiedad, Administración y Resto de la Comunidad de Negocios, donde cada lado representa las interacciones de las diferentes puntas. Éste, como un sistema de creación de valor, tiene tanto Inputs como Outputs, donde las variables de entrada o Inputs, son las Leyes y diferentes Códigos de Buen Gobierno, que permiten dar la base para el desarrollo interno del modelo, además establecen los diferentes parámetros en los cuales los participantes

pueden actuar y evolucionar hacia mayores estándares y mayores niveles de creación de valor. Esta pirámide entrega como resultado u Outputs, estructuras eficientes de incentivos a la administración, dándole prosperidad a la empresa en una visión de largo plazo. También evita que los administradores o agentes internos de la empresa no extraigan valor a expensas de los accionistas y resto de la comunidad, logrando la división justa de ganancias.

**Figura 1**  
**Triangulo de Gobierno Corporativo**



Este sistema se encuentra bajo la supervisión de organismos públicos y semipúblicos, como son las compañías auditoras, la Superintendencia de Valores y Seguros y otros organismos desarrolladores de códigos de buen Gobierno, como sería el caso de la OECD o el Banco mundial. Es decir, bajo la visión de entes tanto nacionales como internacionales que den confianza a los inversionistas.

Como podremos ver, los beneficios que entrega un buen funcionamiento de un modelo de Gobierno Corporativo pasan por lograr mercados de capitales más desarrollados, tanto a un nivel agregado como individual, un menor costo de capital para las empresas, con una consiguiente mayor inversión, determinando que los precios se encuentren mejor formados. Asimismo, como todos los cambios o reestructuraciones, existe un costo y en este caso es el que está asociado a una mayor regulación, pero si éste se compara con el beneficio que

estas leyes y regulaciones significa para la transparentación y mejores prácticas en el Gobierno Corporativo, la ventaja de un buen sistema determina más ganancias que pérdidas. A continuación analizaremos cada una de las partes como también las relaciones entre ellas.

### **2.1.2 Inputs**

Este punto se encuentra formado por la información, leyes, reglas, códigos, principios y procesos de autorregulación internos de la empresa, que dan el formato de desenvolvimiento y de actuar de las aristas de este modelo. Es así como la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, ha promovido varios cambios normativos relacionados con el Buen Gobierno. Las principales modificaciones relacionadas con el tema, se encuentran en la ley de Sociedades Anónimas No. 18.046 y la Ley de Mercado de Valores No. 18.045, las cuales hacen referencia al gobierno de los emisores y control de las sociedades, de la misma manera la ley de OPAS, impone restricciones a los accionistas controladores y a los denominados IPOs (Oferta pública inicial)<sup>17</sup>.

En relación con la Ley de OPAS, es pertinente destacar que en su esencia busca crear un contrato eficiente que permita a los inversionistas percibir un menor riesgo en sus operaciones, y asegurar con ello la protección de sus derechos. Bajo esta premisa se han desarrollado las materias relativas a los comités de Directores y la reglamentación de transacciones entre partes relacionadas estableciendo la acción civil derivada.

Posteriormente, y en gran medida como respuesta a una serie de importantes escándalos financieros analizados en un comienzo, el 30 de julio de 2002 se promulgó la ley Sarbanes Oxley. El objetivo de esta ley es evitar estos problemas de reporte financiero en el futuro y ayudar a conseguir de nuevo la confianza del público en las prácticas contables corporativas.

#### **2.1.2.1 *Ley de Sociedades Anónimas***

La Ley de Sociedades Anónimas, se publicó en el Diario Oficial de 22 de octubre de 1981. Se introdujeron modificaciones a esta ley, con el Artículo 5° de la Ley N° 19.769,

---

<sup>17</sup> Primera venta al público de acciones de una compañía.

publicada en el Diario Oficial de 7 de noviembre de 2001 y por el Artículo 36 de la Ley N° 19.806, publicada en el Diario Oficial de 31 de mayo de 2002.

Esta ley se creó como respuesta a una necesidad imperiosa, de normar la creación y el ejercicio de los diferentes tipos de sociedades que existían en el momento. Algunos reprochan su falta de especificidad en algunos temas, pero sin duda marca el comienzo de una serie de cambios en las reglas de competencia empresarial.

Uno de los objetivos de la Ley de S.A., fue someter a las sociedades anónimas abiertas a la regulación existente de manera más rigurosa que a las sociedades cerradas, para ello, se definieron dos tipos de Sociedades Anónimas: Abiertas y Cerradas.

Las sociedades anónimas abiertas fueron definidas como aquellas que transan acciones en los mercados bursátiles; cuya estructura de propiedad está formada por 500 o más accionistas o que tienen al menos un 10% de sus acciones en manos de un mínimo de 100 accionistas, excluyendo a aquellos que individualmente mantienen un gran porcentaje.

Las sociedades anónimas cerradas fueron precisadas como aquellas que no detentan ninguna de las características descritas previamente. Si no está expresamente acordado por ley, este tipo de sociedad puede ser dirigida de la misma manera que una sociedad anónima abierta.

En algunos casos, como en el área aseguradora, bancaria y otras actividades especificadas por ley, se exigió la autorización de algunos organismos fiscalizadores, como la SVS y la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF). Y con ello se definieron puntos tales como el nivel de endeudamiento, acciones y capital mínimo, con formas de pagos estipuladas.

En relación a la administración, se estipuló que el Directorio de una firma debe ser elegido por los accionistas que administran la compañía. Este debe estar conformado por un mínimo de tres directores en el caso de las sociedades privadas y cinco para las abiertas y un Presidente. El Directorio puede ser disuelto por los accionistas y todas las decisiones de este cuerpo directivo deben ser discutidas y votadas.

Por otro lado, los directores no tienen que ser necesariamente accionistas de la sociedad ni tampoco tener una nacionalidad determinada. El Directorio debe nombrar un gerente general, el cual es el representante legal de la sociedad y está a cargo de la implementación de las decisiones tomadas por el Directorio. En las sociedades anónimas cerradas, el

gerente general no puede ser presidente del Directorio, mientras que en las sociedades abiertas, éste no puede ser ni miembro ni presidente del cuerpo directivo. Las sociedades abiertas deben distribuir en dividendos en efectivo al menos el 30% de las utilidades netas obtenidas en el año, a menos que exista un acuerdo de lo contrario. Las sociedades cerradas están en libertad de incluir en sus estatutos la política de reparto de utilidades que consideren adecuada.

Si existen pérdidas acumuladas, el Directorio puede distribuir dividendos provisionales o parciales durante el año con cargo a las utilidades del período. En el caso de que los dividendos excedan las ganancias anuales, los directores serán personalmente los responsables de la distribución de dividendos parciales o provisionales.

Para los aumentos de capital, el capital es ajustado automáticamente de acuerdo a la corrección monetaria de acuerdo a los estatutos financieros aprobados por los accionistas. También puede ser incrementado de acuerdo a lo establecido en los estatutos de la sociedad. El resumen o extracto del contrato que contenga las modificaciones deberá ser inscrito en el Registro Comercial y publicado en el Diario Oficial. La primera opción de suscripción de nuevas acciones deberá ser ofrecida a los accionistas existentes, los cuales pueden renunciar o transferir dicho derecho. En el caso de las sociedades cerradas, ante un aumento de capital todas las reservas de utilidades y reevaluaciones legales deberían ser capitalizadas.

Una sociedad anónima puede efectuar una reducción de capital debido al pago o compra de sus propias acciones, lo que es posible bajo ciertas condiciones especiales.

Con respecto a los estados Financieros, la ley estableció que las sociedades anónimas deben emitir estados financieros anualmente. En el caso de las sociedades cerradas, deben ser revisados por dos delegados de los accionistas o por auditores independientes. En el caso de las sociedades abiertas, éstos deben ser auditados por firmas auditoras independientes. Además de ser publicados en un periódico local.

Podemos comentar también que la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas (LSA) dispuso que las funciones que corresponden a un director se ejerzan “colectivamente, en sala legalmente constituida”. Es decir, la sala es la reunión material de los directores; lo que determina que se requiera la presencia física y personal de los directores en un mismo lugar, teniendo en consideración que la función de director no se puede delegar ni ejercer

por representación, por revestir el carácter de un cargo de confianza absoluta. Con anterioridad a la vigencia de la actual LSA, la exigencia consistente en que el directorio debía funcionar obligatoriamente en sala para adoptar acuerdos, sólo se estimaba aplicable cuando no concurría al acto la totalidad de los directores en ejercicio, pero la LSA eliminó esta interpretación de raíz.

Hoy las empresas tienen la prosperidad y supervivencia como su único fin. Olvidan que su deber primordial es tener valores sustentables de desarrollo en el tiempo y no sólo en relación a los accionistas. El Sr. Teodoro Wigodski<sup>18</sup>, asevera que ello es avalado por la propia Ley de Sociedades Anónimas (Artículo 41), que establece que los directores sólo responderán ante perjuicios causados a la “sociedad” y a los accionistas por sus actuaciones dolosas o culpables, pero no se establece una diferencia entre la “sociedad” como un grupo de seres humanos, o una “sociedad” producto de una razón legal. Y ahí es donde existe una gran diferencia al interpretar una sociedad como “la comunidad” o “la empresa” propiamente tal.

#### ***2.1.2.2 Ley Sarbanes Oxley***

El 30 de Julio de 2002 se promulgó la ley Sarbanes Oxley, ley que fue considerada la más profunda reforma a las prácticas de negocio desde 1934. No obstante, esto es un análisis preliminar, ya que se debe partir del hecho de que la intención de los cambios fue proteger la eficiencia del mercado, restaurar la confianza y asegurar que aquellos que dañan los mercados de capitales sean castigados.

La Ley Sarbanes Oxley presenta dos grandes vertientes: una orientada al auditor, con reglas de independencia más estrictas, prohibición de prestar ciertos servicios a sus clientes de auditoría, supeditar su contratación y fiscalización al Comité de Auditoría, establecer requisitos de rotación del socio y del equipo de auditoría, entre otras. La otra, orientada hacia la empresa, sus directores y administradores, con reglas novedosas como el requisito de que el ejecutivo principal (CEO) y el director financiero (CFO) certifiquen la veracidad de la información contenida en los estados financieros, y que también certifiquen que la empresa mantiene un sistema de control interno efectivo. Además, introduce la exigencia de conformar un Comité de Auditoría integrado por miembros independientes, es decir, que

---

<sup>18</sup> Director del programa Gobierno Corporativo, Departamento Ingeniería Industrial de la Universidad de Chile. (DII)

no perciban compensación alguna de la empresa en cuestión, ni de sus subsidiarias, independiente del salario que le corresponde como Director. Otro punto importante es que uno de los miembros del comité deberá certificar sus conocimientos en finanzas, de esta manera se intenta fortalecer la seguridad y transparencia del mercado.

Además la Ley establece un estándar de contabilidad corporativa, así como sanciones para las prácticas contables indebidas. Ésta define un mayor nivel de responsabilidad y transparencia en el reporte financiero, lo cual pone más exigencia en los directivos y otros responsables de los reportes corporativos. Al producir informes actualizados y exactos que pueden ser ratificados por los Directores Financieros y por los Directores Generales, aumentan las exigencias para el personal de recopilación de datos y de reporte financiero, siendo los límites de tiempo y precisión para el reporte uno de los grandes impactos de esta Ley.

La información financiera exacta debe llegar a tiempo a las personas que participan en la toma de decisiones, y esto supone mayores exigencias para los recursos internos de las grandes corporaciones, especialmente las corporaciones internacionales con divisiones o departamentos en diferentes países. Esto determina que todas las compañías de cotización pública notarán el impacto. Las ventajas del reporte actualizado y preciso, como establece la ley, son dar a los directivos más tiempo para analizar los datos y reaccionar a su análisis. También pueden hacer el seguimiento de los resultados en comparación con los objetivos fijados, y elaborar planes estratégicos más adaptados a su situación, que permitan mayor seguimiento. Otro beneficio es mejorar la planificación estratégica a largo plazo y la toma de decisiones a corto plazo, sin embargo, la mayoría de las compañías no tienen sistemas que puedan responder a la rapidez de efectuar los reportes requeridos por la Ley Sarbanes-Oxley. Sin las herramientas necesarias, las empresas dependen de los recursos humanos para responder a estas exigencias. Y ya que las compañías invierten en gran medida en trabajo humano, para obtener la información financiera necesaria en los plazos de tiempo disponibles, esto implicaría un mayor costo humano y monetario.

Un punto muy importante es que la Ley Sarbanes Oxley no solo afectará las prácticas de negocio en Estados Unidos. Al cubrir a todas las compañías que presentan informes a la SEC y a sus firmas auditoras, tiene un alcance extraterritorial, es decir, el impacto llegará a

donde quiera que lleguen las empresas multinacionales, la mayoría de las cuales están registradas en dicha entidad reguladora.

Como síntesis, los principales cambios que introduce la Ley están en 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 del giro a las empresas de auditoría.

La Ley trae a empresas y auditores retos y oportunidades, fortalece el rol del Comité de Auditoría, enfatiza la responsabilidad de la gerencia en el control de los estados financieros y estados internos, demanda la implantación de procesos internos de evaluación, reforzando la importancia de la auditoría y el control, estableciendo nuevos estándares de calidad y transparencia, fortaleciendo asimismo la supervisión de la profesión contable. Además convierte el esfuerzo del cumplimiento regulatorio en un proceso de administración corporativa de riesgos que agregue valor a la organización y devuelva la confianza en todos los integrantes de la cadena de suministro de la información financiera.

Por otro lado, destacando los potenciales “peligros” asociadas a la Ley, encontramos que la ambigüedad de algunas previsiones, particularmente aquellas que se sobreponen o contradicen con algunos aspectos de las leyes corporativas, pueden llevar a confusión. La aprensión al riesgo junto a estos problemas legales puede llevar al CEO y al CFO a ocupar recursos corporativos directos a modo de protegerse de estos vacíos legales. Esta “desconfianza” puede también causar una mayor dificultad de atraer participantes bien calificados para la bolsa de comercio.

Otro problema de la Ley es que, aunque es muy específica en algunas áreas, sólo provee un marco de referencia en otras. Además, existen diferentes fechas de vigencia para distintas disposiciones, y algunas de ellas, todavía deben ser reglamentadas por la SEC. Pero a pesar de haber sido emitida sin contar con todos los elementos formalizados y normativos requeridos para su aplicación, la ley apunta claramente hacia la obligación forzada de las corporaciones para implantar controles internos y sistema de presentación de informes continuos y transparentes.



La Ley implica una regulación estatal más rígida y una mayor legislación al Gobierno Corporativo, lo que implica un fuerte cambio y endurecimiento en la implementación de estos gobiernos.<sup>19</sup>

Se cree que los costos asociados de la ley Sarbanes Oxley en EEUU, pueden llevar a pequeñas y micro empresas a quedar fuera de los mercados altamente regulados.<sup>20</sup> Esto dado que las empresas siempre tienen una respuesta a los cambios regulatorios, es decir, pueden decidir permanecer privadas y pequeñas antes de enfrentarse a altas regulaciones.

Es común que en nuevas regulaciones se tome en cuenta principalmente a las grandes compañías, por eso en ese nivel estas normas pueden ser adecuadas y agregar valor. Por ejemplo, con esta ley los inversionistas pueden acceder a información necesaria en tiempo adecuado. Por esta razón, el único cuidado que se debe tener con respecto a este tipo de regulación es no recargar a las pequeñas empresas con sobre-regulaciones.

PricewaterhouseCoppers realizó un estudio titulado “Senior Executives Divided on Cost of Complying with Sarbanes-Oxley Act” en el cual se reportó que ejecutivos de compañías pequeñas (de ingresos menor a \$1 billón de dólares) perciben a la Ley más costosa que para grandes compañías. Christian Leuz<sup>21</sup> cree que la clave del problema es diferenciar entre las empresas, ya que la Ley no se adecua por igual a todas las firmas.

De acuerdo a la investigación de PricewaterhouseCoopers, el 76% de los costos de la Ley se explican por el aumento de los recursos internos y el 24% restante por asistencia externa. Los puntos destacados por ejecutivos incluyen: documentación, requerimientos legales, detalles de política de desarrollo, auto-evaluaciones y certificación y entrenamiento del staff. Y particularmente, con mucho menor relevancia, se citó el costo de nuevas herramientas y tecnología.

En el tiempo se espera que los costos anuales para la Ley Sarbanes Oxley vayan disminuyendo o en el caso extremo se espera que se conserven (solo en una pequeña medida se espera un incremento de estos junto a la incertidumbre). En tanto, actualmente los costos se esperan en promedio 10,4% del presupuesto de administración en los

---

<sup>19</sup> “The State of U.S. corporate governance: what’s right and what’s wrong?” Bengt Holmstrom- Steven N. Kaplan, Abril 2003

<sup>20</sup> Brian J. Bushee- Christian Leuz, Wharton

<sup>21</sup> Wharton

próximos años, sin embargo un alto porcentaje de ejecutivos no pueden dar una estimación cercana para esto.

En conclusión, las estimaciones de los efectos de la ley tienden a ser positivos, sobre todo en compañías con prácticas pobres de Gobierno Corporativo. Para compañías que ya tenían un buen Gobierno Corporativo, la Ley puede ser considerada costosa, pero es en definitiva sólo un menor costo, comparada con su contribución a la creación de valor. Dado los términos más fijos y no variables según un tipo de institución, se crea una diferencia entre los costos asumidos por compañías grandes y pequeñas, quedando perjudicadas estas últimas, sin embargo, se espera que estos altos costos vayan disminuyendo en el tiempo.

### ***2.1.2.3 Ley de Opas***

La Ley N° 19.705, conocida como “Ley de OPAS”, fue publicada en el Diario Oficial del 20 de diciembre de 2000. Esta ley modificó no sólo la Ley de Mercado de Valores, sino también algunos aspectos legales referidos a las sociedades anónimas y a su administrador. Mejoró además, el acceso de los accionistas minoritarios a la información sobre tomas de control, y también estableció un estricto control sobre las negociaciones de una firma con compañías en la cuales los dueños puedan tener intereses. La modificación de mayor importancia es aquella que se refiere a la toma de control de las sociedades que transan sus valores en el mercado de capitales y la regulación sobre las ofertas públicas de acciones.

En términos generales, se establece que toda toma de control de una sociedad anónima abierta, debe hacerse mediante una OPA, es decir, si alguien está interesado en tomar el control de una sociedad anónima abierta no podrá adquirir dicho control sólo del o de los accionistas que lo tengan, sino que deberá adquirirlo del público en general, de acuerdo al procedimiento que se establece en la ley.

La ley de Opas en definitiva intenta construir un contrato eficiente para evitar los problemas que existen vinculados con los precios de transferencias y los ejercicios que puedan realizarse en perjuicio de los accionistas minoritarios. Como resultado de esto se creó el concepto de “Class Actions” o acciones judiciales masivas que han probado ser efectivas en EE.UU. en cuanto a desterrar información oculta.

Los temas más importantes tratados por la nueva ley de mercado de valores específicos al Gobierno Corporativo de las sociedades Anónimas son:

- Comité de Directores: Como un mecanismo de fiscalización al interior de la sociedad, que debe estar conformado en su mayoría por miembros independientes. Dentro de sus funciones primordiales se encuentran la de examinar estados financieros, proponer los auditores externos y las firmas clasificadoras de riesgo, examinar los sistemas de compensación de los ejecutivos y analizar las transacciones entre partes relacionadas.
- Transacciones entre partes relacionadas: La normatividad chilena ha previsto un procedimiento especial para llevar a cabo las transacciones entre partes relacionadas que va desde la aprobación de la negociación por parte de la junta directiva hasta designar evaluadores independientes que examinen la operación.
- Derecho a retiro: La ley de Opas ha previsto el derecho de retiro de los accionistas cuando vean comprometido su patrimonio, entre estos casos se cuenta: la venta de activos y entrega de garantías por un valor superior al 50% del patrimonio; o la concentración de la propiedad cuando exceda las 2/3 partes de la propiedad accionaria.
- Acción civil derivada: La normatividad chilena adaptó a su legislación interna la “Class Action” anglosajona bajo el nombre de acción civil derivada, definida como el derecho que tiene cualquier accionista o miembro de la junta directiva para demandar a quien corresponda en nombre y en beneficio de la sociedad por toda pérdida en el patrimonio derivada de la infracción a la ley o a los estatutos por parte de los administradores.

La Ley de OPAS, agregó un inciso referido al funcionamiento del directorio, artículo 47 de la LSA, en el cual se establece que los directores que no se encuentran presentes pero que participan a través de medios tecnológicos autorizados por la Superintendencia, se entenderán como presentes en las sesiones de directorio respectivas.

Esta alteración de la Ley vino a corregir una deficiencia que tenía la LSA, puesto que actualmente se realizan nombramientos de directores con domicilio o residencia en distintos países y, que por razones obvias, están más propensos a faltar físicamente a las sesiones.

La solución que ofrece la institución de los directores suplentes es buena sólo en la medida que se acepte que el directorio también puede constituirse legalmente con una

mayoría integrada por esta clase de miembros, en reemplazo de los titulares ausentes, opción que a nivel general no goza de aceptación. El sistema establecido por la nueva norma legal, representó una notable mejoría, pues desde entonces permite celebrar sesiones sin la exigencia de la presencia corpórea de los directores, adoptándose en compensación algunos resguardos para evitar posibles fraudes, tales como exigir una comunicación simultánea, permanente y certificada.

La Circular N° 1.530 de 9 de marzo de 2001 de la SVS, que imparte normas sobre participación de directores a sesiones por medios tecnológicos fue creada para perfeccionar ciertos artículos de la ley de Opas. La autorización de los directores de una sociedad anónima para participar sesiones de un directorio sin que se encuentren físicamente presentes, está sujeta al cumplimiento de ciertos requisitos, alguno de ellos están ejemplificados a continuación:

- Contar con la asistencia de alguno de sus miembros a través de medios tecnológicos.
- Los medios tecnológicos autorizados en la sesiones son la videoconferencia y la conferencia telefónica por cuanto esta debe ser simultánea y permanente. Estos a su vez deben ser acreditados por los miembros del directorio.

Al analizar en detalle las especificaciones de la SVS, nos damos cuenta que la sesión debe tener como lugar de celebración el domicilio social, en circunstancias que, anteriormente en el artículo 47 de la LSA interpretamos que ésta bien puede celebrarse en lugares distintos a éste, sí así lo permiten expresamente los estatutos sociales o lo acuerda la unanimidad de los directores en ejercicio. Además, de ellas se deduce que nunca deja de haber un lugar físico concreto en el cual se realiza la sesión, aún cuando algunos directores pueden participar desde fuera, y que éste, según definiciones puede corresponder al domicilio social. Pareciera ser que en el lugar donde corresponda efectuar la sesión, cualquiera fuere éste, la Circular exige implícitamente la presencia física de a lo menos un director. Personalmente creemos que el Presidente y el Secretario deben estar juntos en un mismo lugar, que no necesariamente requiere ser el recinto de la sesión, en atención al rol que cumplen de ministros de fe. Aunque, bien podría también estimarse lo contrario, porque la Circular no contiene explícitamente esa exigencia.

Es posible que en un futuro cercano se autoricen otros medios tecnológicos, dadas las nuevas exigencias de información rápida y eficiente del mercado.

Con respecto a las sociedades anónimas cerradas, queremos destacar que la nueva norma legal también es aplicable a estas mismas, por cuanto todas las sociedades anónimas –abiertas y cerradas– se rigen en principio por las mismas reglas. Ahora bien, considerando que las sociedades anónimas cerradas no están sujetas a la fiscalización de la SVS, surge la duda en algunas empresas de si éstas deben también regirse por las instrucciones de la citada Circular en esta materia.

El legislador no previó esta singular situación, al señalar de manera general que los medios tecnológicos en cuestión deben ser autorizados por una determinada entidad –la SVS– en circunstancias que ésta no tiene tuición sobre las sociedades anónimas cerradas. Para este caso entonces se debe establecer en un acuerdo del directorio de la sociedad cerrada que se sujetarán a las correspondientes instrucciones que al efecto imparta la SVS. Por lo anterior no debe descartarse el rechazo de las sesiones “virtuales” de directorio en las sociedades anónimas cerradas, por parte de algunos abogados que se rigen estrictamente a la ley.

Al mencionar estas omisiones o falta de especificación queremos mostrar que toda ley no está exenta de errores, por cuanto, es importante revisar y actualizar las normas en relación con la realidad empresarial chilena oportunamente.

#### ***2.1.2.4 Mercado de Capitales II***

El 23 de junio el ministro de Hacienda, Nicolás Eyzaguirre, presentó el proyecto de Ley de Reformas al Mercado de Capitales II. La iniciativa, impulsada por el Ministerio de Hacienda y las superintendencias de Valores y Seguros, de Bancos, y de AFP, mostró dos ángulos distintos.

Por un lado, el proyecto busca avanzar en los puntos que quedaron pendientes del paquete de cambios que se comenzó a aplicar hacia fines de 2001 y que formó parte de la primera gran reforma al mercado de capitales chileno. Aquí, el énfasis de la propuesta es la generación de incentivos para crear una industria de capital de riesgo en Chile, inexistente hasta la fecha.

La segunda, en tanto, se hace cargo de situaciones específicas y marcadas por la coyuntura, ya que pretende aplicar cierto tipo de correcciones para evitar que se repitan

situaciones como el escándalo Corfo-Inverlink, que mantuvo a principios de 2003 prácticamente paralizado el sistema financiero.

La regulación de los mercados financieros se justifica, en buena medida, porque su estabilidad depende fundamentalmente de la confianza y credibilidad de las instituciones participantes. Con respecto a esto Heinz Rudolph<sup>22</sup> comentó “Es necesario avanzar en el desarrollo de un mercado de capitales, eficiente, competitivo e integrado con el resto del mundo. Requisito fundamental para lograr esto es la existencia de una regulación óptima, que considere elementos de prevención y corrección, que efectivamente otorguen la confianza necesaria a los ahorrantes e inversionistas, quienes conforman la base de desarrollo del mercado de capitales”.

Importante es recalcar que las nuevas regulaciones en Chile no son mayores a las recomendadas por organismos internacionales como la OECD o el Banco Mundial.

Refiriéndonos a lo anterior la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico emitió sus propios Principios de Gobierno Corporativo, solicitando a los países miembros de la Organización que elaboraran un documento similar que contenga principios básicos de gobierno corporativo y que contemple las características particulares del manejo de los negocios en cada uno de ellos. Las recomendaciones sobre los principios de Gobierno Corporativo de la OECD contemplan lo siguiente:

- Deben proteger los derechos de los accionistas.
- Deben asegurar el tratamiento equitativo a todos los accionistas, incluyendo a los minoritarios y a los extranjeros. Todos los accionistas deben tener la oportunidad de obtener una efectiva reparación de los daños por la violación de sus derechos.
- Se deben reconocer los derechos de terceras partes interesadas como está establecido por Ley, promoviendo una activa cooperación entre las empresas y ellas.
- Asegurar una revelación adecuada y a tiempo de todos los asuntos relevantes de la empresa, incluyendo la situación financiera, desempeño, tenencia accionaria y su administración.

---

<sup>22</sup> Coordinador de Finanzas Internacionales y Mercado de Capitales del Ministerio de Hacienda

- Por último, debe asegurar la guía estrategia de la compañía, monitoreo efectivo del equipo de dirección por el Consejo de Administración y responsabilidad del mismo con los accionistas.

Retomando el proyecto Mercado de Capitales II, son seis sus principales elementos: la inclusión de incentivos para el desarrollo de la industria de capital de riesgo; los incentivos tributarios; reducción de costos de transacción y contratación comercial sofisticada; la profundización de reformas de perfeccionamiento de los gobiernos corporativos; el fortalecimiento de los mecanismos de ahorro previsional voluntario y el fortalecimiento de los mecanismos de fiscalización, potestades de control, sanción y coordinación.

El proyecto incorpora sesenta medidas y llega dos años después de la primera reforma al mercado de capitales. Recordando que la Reforma al mercado de Capitales I entró en vigencia en noviembre de 2001, sin embargo fue recién en el primer trimestre de 2002, que estuvieron plenamente operativos los cambios que introdujo.

Parte esencial de las iniciativas que contempla este proyecto de Ley en resumen son: Introducir en Chile el sistema estadounidense de ahorro previsional grupal, conocido como 401-K, continuar con la des-materialización de los instrumentos financieros en el ámbito local, aplicar incentivos tributarios que permitan desarrollar un mercado de capital de riesgo, potenciar el comité de superintendentes y mejorar la calidad de la información que entregan las empresas.

Es importante recalcar que el Ejecutivo no pretende sobre-regular al mercado sino que lograr a través de un mejor enlace y solicitud de información de calidad de las empresas, detectar a tiempo situaciones anómalas. En este mismo sentido, se ajustará la estructura de la legislación para que cuando se produzcan cambios significativos de control, éstos queden protegidos bajo la Ley que regula las Ofertas Públicas de Acciones. La normativa que ahora podría ser revisada obliga a los accionistas mayoritarios a informar previamente sobre la intención de tomar el control de una empresa y regula los gobiernos corporativos, estableciendo normas sobre la administración superior de las sociedades anónimas que hacen ofertas públicas de sus valores. Además, la SVS podrá vigilar las transacciones electrónicas de mercado y acceder a los registros telefónicos, entre otras.

Alvaro Clarke, ex titular de la SVS, consultor de Gerens opina de esta Ley: “Me parece una iniciativa positiva, destaco especialmente la inclusión de un mecanismo análogo al

410-K, que a mi juicio va a ser muy importante para el crecimiento y mejor funcionamiento del sistema de Ahorro Previsional Voluntario”, agrega: “Un segundo tema importante guarda relación con el incentivo tributario para aquellos inversionistas de capital de riesgo que venden sus acciones en bolsa. Me parece que será un instrumento que va a ayudar fuertemente al desarrollo de la industria y complementa muy bien el apoyo financiero que dará CORFO. Por otro lado, se lleva a cabo un conjunto de reformas que apuntan a un mercado de capitales un poco más flexible, pero a la vez cuenta con mecanismos de seguridad que ayudan a minimizar situaciones complejas como la del caso Inverlink”.

Destacando las implicancias para el Gobierno Corporativo notamos principal énfasis a los cambios efectuados a la Ley de Sociedades Anónimas.

#### ***2.1.2.5 Código de Buenas Prácticas***

El concepto de códigos de buenas prácticas se creó a partir del descubrimiento que ciertas áreas del gobierno corporativo están expuestas a abusos porque no se encuentran cubiertas o sólo en parte, por las leyes antes descritas.

Las áreas a que nos referimos son de códigos de ética o de conducta que regulen las relaciones entre los trabajadores, clientes, inversionistas y proveedores. Y por sobretodo, aspectos que tienen una dependencia clara con las características operativas del directorio y de la alta administración.

Un código de buenas prácticas debería formarse a partir de la experiencia, la reflexión y el sentido común, creándose un compromiso entre los agentes involucrados en la promoción, implementación, supervisión y actualización de las normas sobre Gobierno de las sociedades. Porque bien sabemos que los resultados de una aplicación de esos atributos en forma particular o por empresa, podrían ser catastróficos.

En este momento los códigos de buenas prácticas sugieren o exigen trato equitativo para todos los accionistas, no debe existir información privilegiada, las negociaciones con partes relacionadas en condiciones que no se ajustan al mercado deberían estar prohibidas. Luego los accionistas minoritarios deben estar protegidos, con una información privilegiada y oportuna, y, participar de decisiones que los afecten, se deben asegurar los derechos legales y asegurar una indemnización a los afectados en caso de violación de estos.

La información que circule entre los interesados, debe ser presentada de manera precisa en cuanto a la propiedad de la empresa, la situación financiera, el gobierno y los resultados



obtenidos en el periodo. Todo esto, sin embargo debe ser realizado por una empresa auditora independiente siguiendo todos los estándares contables exigidos por la ley, y por los códigos internos. En el fondo se quiere velar por una comunicación y transparencia absoluta. Y el directorio en este último punto, tiene el rol de vigilar y orientar el logro de estas funciones.

Los principios básicos que inspiran un código de buenas prácticas a modo de resumen son:

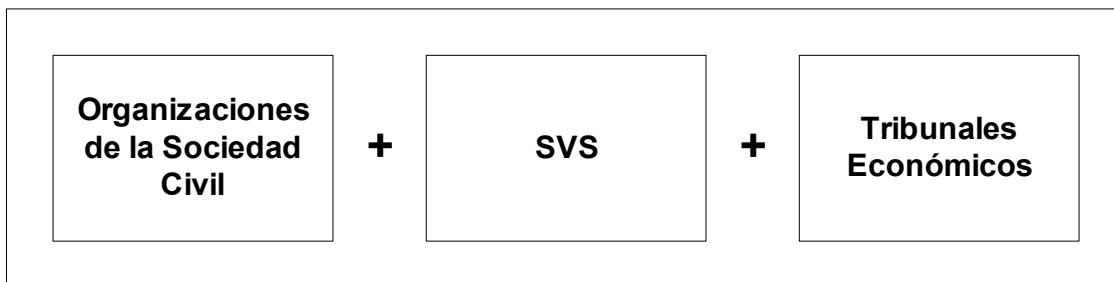
- Equidad entre los accionistas
- Transparencia en la información que debe además ser promulgada de manera oportuna.
- Responsabilidad de todos aquellos que participen en la sociedad, con una delimitación clara de los roles que deben asumir.
- Probidad de la sociedad que debe cumplir en forma estricta de todas las regulaciones, normas y leyes que reglamentan su actuar.

Este código por consecuencia está dirigido a todas las sociedades que captan recursos del mercado financiero, sean públicas o estatales. Todas las sociedades u organizaciones que lo deseen, podrán subscribirse en forma voluntaria a este código cuando este sea redactado, y deberán tomar un rol activo informando tanto de las dificultades como de los beneficios de su implementación con el fin de dotar a las empresas de un efectivo gobierno de las sociedades. Este código aún es sólo un proyecto y las iniciativas para su creación e implementación aún son escasas.

**Class actions:**

La noción de “Class Action” se refiere a una acción judicial colectiva, es decir, que la labor que cumplen las leyes y todos los códigos de buenas prácticas de regulación no es suficiente, sin que la propia sociedad civil, empresarios, trabajadores, inversionistas, etc. no apoyen y promuevan el cumplimiento de estas leyes y la transparencia.

Se le denomina “Class Action” a una participación combinada de todos los segmentos de este sistema de mercado, con el fin de lograr una competencia más sana y el desarrollo de oportunidades para todos por igual.



En Chile como a nivel internacional, existe la necesidad de implementar nuevas leyes para regular los directorios de empresas y para reforzar asimismo los organismos supervisores. Los inversionistas manifiestan su rechazo a más regulaciones estatales, porque creen que no van a mejorar las prácticas corporativas, y que incluso podrían entorpecer el dinamismo de las empresas.

En relación a la ley de Opas que entre sus principales objetivos se preocupa de velar por derecho de los accionistas y repartir el premio por el control, algunos inversionistas la acusan de ser la culpable del cierre de numerosas sociedades. Los mayoritarios se sienten privados de un derecho que les corresponde por ser los gestores de sus firmas, con lo cual esta ley en cierta medida ha impulsado que los controladores decidan lanzar OPA y cerrar las sociedades. Y esperan que la reforma de mercado de capitales II incluya como propuesta el que las impresas interesadas en listarse en la bolsa abran un porcentaje más alto para cotizar sus acciones, ya que ello contribuiría a asegurar liquidez y generar interés entre los inversionistas minoritarios y también los institucionales

Existe en una discrepancia entre las intenciones perseguidas y la práctica. Es decir, la ley se cumple sólo formalmente. Prácticas tales como la protección de los accionistas minoritarios, la independencia de los directorios y su profesionalismo, la disponibilidad y transparencia de la información, entre otras, no han sido suficientemente asimiladas por los directorios. El Gobierno Corporativo radica en el ejercicio de los accionistas controladores directamente y en los principales ejecutivos de tiempo completo, y es un tanto “sentimental” el rol que se les supone a los directores en general. Tal vez la única manera de romper estas diferencias de intenciones perseguidas y de práctica, sea imponiendo requisitos técnicos entre otras exigencias, al menos, a una parte del directorio considerados profesionales.

A diferencia de las opiniones de otros inversionistas antes mencionados, otras corrientes afirman que acortar la distancia entre regulaciones y prácticas no es exclusivamente tarea del Estado, sino en mayor parte del sector privado. Dos medidas sugieren fundamentales para ello:

- Implementar iniciativas de autorregulación por parte de las empresas.
- Generar más información y conciencia respecto a las prácticas de los directorios y su distancia con las regulaciones y estándares mundiales.

En el ámbito internacional estas disposiciones se han desarrollado bastante. Sin embargo, en Chile estas iniciativas están recién en el ámbito de discusión. La elaboración de un código de autorregulación por parte de las mismas empresas es un tema que ha avanzado con una velocidad bastante menor de la esperada. Por otro lado, no existen estudios que entreguen evidencias empíricas sobre las prácticas reales de los directorios, lo que obstaculiza una real evaluación.

En definitiva el concepto de Gobierno Corporativo ha evolucionado, para dejar de ser un instrumento exclusivo de protección a los accionistas minoritarios, convirtiéndose en una herramienta gerencial fundamental para la competitividad. El concepto tiene una doble faceta; El ámbito autoregulatorio de cada sociedad como forma de creación de valor para la empresa convirtiéndose en elemento esencial para atraer a los inversionistas institucionales y el ámbito de regulación que se ha dado a través de las Comisiones de Valores de cada país para hacer seguro sus mercados financieros. El Buen Gobierno Corporativo entendido como la carta de navegación de las sociedades resulta ser un vehículo idóneo para inyectar dinamismo a los mercados de capitales de las economías emergentes, promover fuentes alternativas de financiación para la actividad productiva y para afrontar exitosamente los retos de la globalización, especialmente en lo relativo a la integración de los mercados financieros. Por las mismas particularidades de las naciones en vías de desarrollo, es importante elaborar una estrategia para introducir con éxito los conceptos de protección a los inversionistas, revelación de información, profesionalización de las juntas directivas y la relación de las compañías con los grupos de interés o “stakeholder”. El papel del Sector Privado es esencial, sin duda alguna de las plazas bursátiles de éste lado del hemisferio deberán incluir en el mediano plazo requisitos de “Listing” referenciados a la composición y funciones de las juntas directivas, los sistemas de auditoria y revelación financiera y los

sistemas de composición de los ejecutivos cuando menos. Las Cámaras de Comercio a su vez deben comprometerse a promover los principios a través de la capacitación de sus empresas afiliadas y las Asociaciones de Inversionistas deberán redactar guías de inversión instando a sus afiliados a invertir en sociedades con un nivel suficiente de Buen Gobierno Corporativo.

### **2.1.3 Propiedad**

Como es sabido al empresa es una persona jurídica, dada la existencia de un contrato de sociedad, un pacto social que es una expresión de su estructura socialitaria. Con estatutos sociales que es un instrumento que ordena públicamente a la empresa. Esta escritura de la sociedad debe expresar a grandes rasgos, según la ley de sociedades anónimas lo siguiente:

- El nombre, profesión y domicilio de los accionistas que concurran a su otorgamiento, como el nombre y domicilio de la sociedad.
- Los objetos específicos de la sociedad y la duración de ésta.
- El capital de la sociedad, el número de acciones en que es dividido con indicación de sus series y privilegios si los hubiere y si las acciones tienen o no valor nominal; la forma y plazos en que los accionistas deben pagar su aporte, y la indicación y valorización de todo aporte que no consista en dinero.
- La organización y modalidades de la administración social y de su fiscalización por los accionistas.
- La fecha en que debe cerrarse el ejercicio y confeccionarse el balance y la época en que debe celebrarse la junta ordinaria de accionistas.
- La forma de distribución de las utilidades.
- La naturaleza del arbitraje a que deberán ser sometidas las diferencias que ocurran entre los accionistas en su calidad de tales, o entre éstos y la sociedad o sus administradores, sea durante la vigencia de la sociedad o durante su liquidación. Si nada se dijere, se entenderá que las diferencias serán sometidas a la resolución de un árbitro arbitrador.
- La designación de los integrantes del Directorio provisorio y de los auditores externos o de los inspectores de cuentas, en su caso, que deberán fiscalizar el primer ejercicio social.

- Los demás pactos que acordaren los accionistas.

Un buen estatuto social evita posibles problemas entre los actores del Gobierno Corporativo, por eso es bueno dar a conocer la posición legal de la empresa.

Por otra parte tenemos el pacto de accionistas el cual permite el resguardo entre los poseedores de títulos, con respecto al manejo de acciones, como es el proceso de venta y quien tiene derecho a comprar primero, determinando quienes son los participantes ante una decisión de salida de la empresa, una decisión de venta. La diferencia esta en que los estatutos sociales de la empresa incumben a todos los relacionados con esta, en cambio el pacto de accionistas solamente algunos, los estatutos es solo un pacto de sociedad. Desde el punto de vista del Gobierno Corporativo, un pacto de accionistas es malo porque muchas veces lleva a fuertes cambios en el Directorio, quitándole continuidad a las estrategias emanadas por este organismo, que pueden afectar el comportamiento de la empresa.

Ahora, tanto el pacto como el estatuto, lo que buscan es dar forma al comportamiento empresarial, y dar una base sólida a los accionistas para la toma de decisiones. En principio podemos definir que la propiedad como el conjunto de agentes que poseen los derechos de posesión de una unidad de negocios o empresa. Para las compañías listadas en bolsa, Sociedades Anónimas, el instrumento que otorga dicho poder es la acción. Cada acción es un poder, ya que en la Junta de Accionistas, el mecanismo de resolución y toma de decisiones es por medio de votaciones, donde la cantidad de acciones determina el número de votos, y el orden lo entrega el número de registro que el accionista posea. Para desarrollar este proceso es necesario ver si existe mayoría para constituir la sesión. Muchas veces se da el caso de la existencia de una acción es un voto, pero existen empresas que poseen más de una serie de acciones. Las acciones preferentes otorgan algún beneficio o poder adicional, por sobre las comunes. Esto debe estar especificado en los Estatutos de la Compañía, indicando a que corresponde los beneficios preferenciales y el periodo de tiempo.

La definición que hemos dado en el párrafo anterior se basa en el hecho que los dueños de los activos son los tenedores de pasivos, sean estos exigibles o no, por lo que el derecho del accionista está por sobre las rentas residuales de los flujos futuros generados por los activos, siendo ese el rol que juegan en el actual escenario. Existen una serie de puntos que deben ser mencionados para justificar la asignación de recursos ya referida. Como señala

Williamson,<sup>23</sup> los Stakeholders poseen una alta capacidad de negociación ya que la propiedad del activo productivo con el que cooperan a la empresa, permanece bajo su poder, como por ejemplo los oferentes de capital humano. También se debe considerar los puntos de vistas de Fama y Jensen, quienes postulan que los accionistas, en un gesto de credibilidad, entregan sus recursos a la empresa con el objeto de que esta invierta en activos especializados para el beneficio de la firma y así no expropiar a los stakeholders de sus activos, con el claro beneficio para los accionistas de poder diversificar el riesgo.

Además esta definición que agrupa a todo los agentes bajo una definición común, como poseedores de títulos, permite una visión más clara de los costos de agencia que presentan los accionistas debido al grado de monitoreo que deben ejercer para coincidir intereses internos y externos, es decir, entre ellos mismos y con otros agentes, como la alta administración. Este enfoque resalta el hecho que la participación de los accionistas en la toma de decisiones de la empresa se aboca solamente a las Juntas de Accionistas, instancia de máximo poder dentro de la empresa que sesiona al menos una vez al año según establece la Ley de Sociedades Anónimas<sup>24</sup>, y que traspasa parte de su poder de monitoreo al Directorio.

Uno de los factores internos de la empresa que es de relevancia, ya que influye en la valorización económica de esta y en su desempeño, es la estructura de capital, o sea, la composición de la propiedad. El paradigma tradicional Berle y Jeans, establece que la estructura optima para una empresa u organización que opera en un mercado de capitales competitivo sería la de una gran participación de pequeños inversionistas, poseedores de títulos comunes que deben delegar sus funciones de autoridad y poder en un Directorio y una Alta Administración. Lo anterior significa la posibilidad que los accionistas o principal sean expropiados por sus agentes. Sin embargo, existen tres formas por las cuales los accionistas se pueden proteger del costo de agencia. La primera es a través de mecanismos legales que protejan a los inversionistas, los cuales pueden ser dictados por organismos estatales o de forma privada por medio de autorregulaciones coercitivas. La segunda es por medio del desarrollo de un mercado activo por el control corporativo (para el caso chileno

---

<sup>23</sup> "The Governance of Contractual Relations", Oliver Williamson, 1985, The Economic Institutions of Capitalism. Free Press, New Cork.

<sup>24</sup> Ley 18.016, llamada Ley de las Sociedades Anónimas según legislación Chilena.

ver el siguiente cuadro) y, la tercera solución a costo de agencia es la entrega de correctos incentivos que permita coincidir intereses entre agente y principal.

**Cuadro 1**  
**Opas en Chile 1997-1999<sup>25</sup>**

<b>Sector/Compañías Objeto</b>	<b>Nº de casos</b>	<b>Monto (MM\$)</b>	<b>%Monto</b>
<u><i>Eléctrico</i></u>			
Chispas, Enersis, Endesa, Emelsa y filiales, Enerquinta y Emec	6	2.132.396	93.30%
<u><i>Servicios Financieros</i></u>			
AFP Habitat, Santander Chile Holding, Banco Bhif, Banco Santiago y AFP Sta María	5	82.638	3.60%
<u><i>Otros</i></u>			
Sta Isabel, Lord Cochrane, Campos Chilenos.	3	71.682	3.10%
<b>Total</b>	<b>14</b>	<b>2.286.716</b>	<b>100.00%</b>

El modelo de estructura de capital descrito bajo los supuestos de Berle y Jeans, debería existir en países desarrollados, ya que cuentan con una apropiada protección legal a los accionistas, pero Demsetz y Lehn<sup>26</sup> no encontraron esta evidencia en Estados Unidos. Por tal motivo afirmaron que en Estados Unidos, el mercado de valores y seguros más desarrollado del mundo, coexistían una serie de empresas que resolvían de distintas formas el problema de agencia a distintos costos.

En las Publics Companies o Sociedades Anónimas, la propiedad está compuesta por accionistas heterogéneos que poseen intereses distintos o contrapuestos<sup>27</sup> en la forma y momento de capitalizar su inversión, por lo tanto las visiones disímiles son con respecto a la tasa exigida, periodo de madurez y liquidez. Dentro de este conjunto se puede identificar a accionistas naturales, generalmente se habla de personas individuales que realizan inversiones en renta variable en el mercado de capitales como método de ahorro, y accionistas que realizan sus inversiones por medio de entidades jurídicas, estos son los

<sup>25</sup> Fuente: “Oferta pública de Adquisición de Acciones en Chile, Mayoritarios versus Minoritarios”, Carlos Maquerra, PhD, Departamento de Administración Universidad de Chile.

<sup>26</sup> “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, Demsetz and Lehn, 1985.

<sup>27</sup> Sin embargo, este estudio se basa en que las empresas maximizan su valor por medio de la capitalización bursátil como forma de generar riqueza a los accionistas, quienes son vistos como inversionistas que poseen un costo alternativo para su inversión y por lo tanto tienen todos iguales objetivos.

casos correspondientes a Holdings, compañías de seguros, fondos de pensiones privados, fondos mutuos, bancos de inversiones que adquieren American Depository Receipts (ADR), otros inversionistas institucionales y de otras empresas.

Sin embargo, esta no es la única forma de clasificación de los accionistas, ya que estos pueden ser accionistas controladores o minoritarios. Esto está dado por la cantidad de acciones que posean y se refleja en el derecho y capacidad de elección de Directores. Esta visión, permite dar luz a uno de los mayores problemas presentes en Gobierno Corporativo en algunos países pertenecientes a Europa Continental, Canadá y Chile, el que es la división justa de las ganancias. Este se ocasiona cuando los grandes accionistas extraen valor a costa de los minoristas.

Como ya señalamos anteriormente en este estudio, La Porta<sup>28</sup> fue capaz de demostrar que si no se cumplen grados satisfactorios para el resguardo de los derechos de los accionistas la forma dominante es la estructura de propiedad concentrada. Sobre todo en economías emergentes, la mejor forma de protegerse es por medio de la concentración de la propiedad y generando un accionista controlador, el que puede ser otra empresa, una familia, banco o el Estado.

La estructura de propiedad varia según el lugar geográfico al que se menciona. Los países Latinoamericanos y subdesarrollados se caracterizan por una alta concentración de la propiedad, versus la propiedad “atomizada” que se presenta en los países desarrollados, para el último caso destaca el caso de Estados Unidos. La evidencia chilena muestra que los accionistas controladores son jurídicos, ya que establecen el control por medio de una sociedad<sup>29</sup>.

La siguiente figura fue extraída del estudio realizado por Majluf<sup>30</sup>, donde se muestra la alta concentración de la estructura de capital para el caso chileno en comparación con países desarrollados. La tasa muestra el porcentaje en manos de distintas categorías de accionistas, cuando se considera todas las compañías inscritas en las diferentes bolsas de mercado correspondientes a cada país.

---

<sup>28</sup> “Trust in Large Organizations”, American Economic Review Papers and Proceedings, The World Bank, 1999.

<sup>29</sup> Para más detalle ver Majluf, Abarca, Rodríguez y Fuentes. “Governance and Ownership Structure in Chilean Economic Groups”. Revista Abante, Volumen 1, N°1, pp 111-139 (Abril 1998)

<sup>30</sup> Ver nota 15.



**Cuadro 2**  
**Porcentaje de la Propiedad mantenida por diferentes accionistas**  
**en diferentes países.<sup>31</sup>**

Category of Investors	Chile		Japan		Germany		UK		USA	
Companies (1)	64.2	60.6	26.9	28.6	39.6	46.3	0	0	0	0
Banks	0	0	18.5	15.1	6.9	9.8	0	0	0	0
Overseas	0.7	20.9	6.4	6.3	21.3	16.6	3.6	12.5	4.3	4.5
Institutional	6.4	12.5	11.7	12.3	3.1	4.7	50.8	58.1	26.2	37.2
Private (2)	28.7	24	27.6	21	29.1	22.6	28.6	21.4	69.5	53.4
Others	0	0	8.9	16.7	0	0	17	8	0	4.9
<b>Years</b>	<b>90</b>	<b>93</b>	<b>83</b>	<b>93</b>	<b>83</b>	<b>92</b>	<b>83</b>	<b>93</b>	<b>82</b>	<b>92</b>

De la tabla anterior es evidente la alta concentración que presenta Chile. Se extrae que los grandes accionistas poseen más del 60% del total de las acciones transadas en Bolsa.

Una segunda Proxy que utiliza este estudio (ver cuadro 3) se muestra por medio del coeficiente entre las transacciones de acciones realizadas en un año determinado y el valor total de mercado. Chile destaca por el bajo índice en comparación con los otros países medidos por la muestra. Una explicación que presentan los autores, es que el bajo nivel de transacciones se deba a que los grupos controladores no tranzan o comercializan sus acciones, por lo que queda una gran porción de acciones “fuera del mercado”.

**Cuadro 3**  
**Cambios de Propiedad en algunos países.<sup>32</sup>**

	Chile Santiago 1993	Japan Tokyo 1993	Germany Frankfurt 1991	UK London 1992	USA New York 1992
Total market Value (1)	45.195	3.018.565	361.675	943.192	3.789.032
# of Registered Corp.					
National	244	1.641	405	1.848	1.969
Overseas	0	125	359	514	120
Turnover					
Million US\$ per year	2.799	827.096	272.546	576.548	1.741.511
<b>As % of Total MV</b>	<b>6.2</b>	<b>27.4</b>	<b>75.4</b>	<b>61.1</b>	<b>46.0</b>

<sup>31</sup> Fuente: Majluf, Abarca, Rodriguez y Fuentes (1998).

(1): En Chile corresponden a doce grandes compañías de inversión, excluyendo de este grupo a Inversionistas Internacionales e Institucionales, según la SVS.

(2): Para Chile representan todos los otros inversionistas no incluidos entre los doce ya citados.

<sup>32</sup> Fuente: Majluf, Abarca, Rodriguez y Fuentes (1998).

(1): Valor de Mercado en total en millones de dolars al final de cada año.

Lefort y Walker<sup>33</sup> muestran como ha variado la composición en Chile de los Grupos entre 1980 y 1998, según la definición que ha instaurado la Superintendencia de valores y Seguros (SVS). En la práctica, la SVS define a un grupo si este controla directamente o indirectamente un cincuenta por ciento o más de las acciones de una empresa que transa abiertamente sus títulos en el mercado, o si los accionistas controlan la mayoría del Directorio. Desde el punto de vista de Gobierno Corporativo una baja concentración de la propiedad desarrolla una mayor competitividad, desarrollando menores cambios a nivel de Directorio, dándole de esta forma mayor estabilidad a las decisiones y estrategias de la empresa.

**Cuadro 4**  
**Número de grupos de acuerdo a la SVS**

<b>Circular N°</b>	<b>Date</b>	<b>Number of Groups.</b>
766	Jan. 15, 1988	12
921	Jan. 23, 1990	26
1030	Aug. 26, 1991	29
1112	Feb. 11, 1993	47
1162	June 27, 1994	58
1216	May 11, 1995	60
1282	May 16, 1996	71
1361	Sept. 30, 1997	71
1399	July 31, 1998	71

Es interesante analizar el efecto que han tenido los inversionistas institucionales, sobre todo los fondos de pensiones privados, en el mercado de capitales. La acumulación de capital manejado por los fondos de pensiones, ha obligado a las autoridades de gobierno a modernizar la regulación existente, para dar más resguardos o protección a los pequeños inversionistas, podemos citar a modo de ejemplo La Ley de Opas.

Para Lefort<sup>34</sup>, en el caso de la legislación chilena, considera que la protección a los accionistas minoritarios pareciera ser la adecuada y, no distanciaría de la legislación de los países desarrollados, como es el caso de Estados Unidos y el Reino Unido. Según Lefort las diferencias más agudas en la estructura de capital y la liquidez de los mercados entre los

---

<sup>33</sup> Ver en más detalle Lefort y Walker, "The Effects of Economic and Political Shocks on Corporate Governance Systems in Chile", Revista Abante, Vol 2, N 2, pp 183-206 (Octubre/Abril 2000)

<sup>34</sup> Ver nota 21.

países ya citados, se podría deber a otros factores como el pasado económico y crisis financieras.

La presencia de Inversionistas Institucionales ha contribuido al desarrollo de los mercados financieros y, al aumento de la eficiencia y control en los mercados de capitales.

**Cuadro 5**  
**Activos financieros invertidos**  
**Millones de Dolares, Dic. 1996**

Date	Pension Funds	Insurance Companies	Mutual Funds	Foring Capital Investment Funds	Investment Funds	ADR's	Bonds
1980	0	677	793	0	0		85
1981	306	734	686	0	0		139
1982	952	836	670	0	0		156
1983	1.722	891	147	0	0		138
1984	2.276	1.102	149	0	0		149
1985	3.157	1.334	223	0	0		14
1986	4.102	1.611	392	0	0		0
1987	5.026	1.528	508	0	0		-14
1988	6.155	1.820	637	0	0		-26
1989	7.588	2.211	556	195	0	0	-37
1990	10.050	2.835	655	684	0	155	184
1991	14.214	3.580	1.196	1.344	32	257	347
1992	15.838	4.262	1.204	1.392	77	900	370
1993	20.355	5.295	1.580	1.992	136	1.969	395
1994	24.566	6.505	2.309	2.306	334	4.291	720
1995	26.113	7.310	2.617	2.001	925	5.976	1.317
1996	27.672	8.539	2.825	1.416	1.078	7.165	1.409

Fuente: Lefort y Walker (2000), "The Effects of Economic and Political Shocks on Corporate Governance Systems in Chile."

La tabla anterior muestra que los principales inversionistas institucionales en el mercado de capitales chileno son los Fondos de Pensiones, que administran fondos por casi 30 billones de dólares en activos financieros, siendo seguidos por las Compañías Aseguradoras que manejan fondos por más de 8 billones de dólares.

Desde este punto de vista, la creciente importancia de estos fondos ha influenciado las formas de relaciones entre los distintos actores que componen el gobierno corporativo, básicamente por medio de requerimientos de desglose de información y, de un mayor monitoreo en su rol como accionista minoritario. Lo anterior provoca un efecto halo positivo para los otros accionistas minoritarios, dando origen al concepto de "free-rider". También los Fondos de Pensiones, usualmente contribuyen a los directorios de las grandes corporaciones nominando a un director independiente, que vela de forma objetiva los

intereses de los accionistas. Y finalmente, los fondos favorece a las corporaciones menos concentradas por su mayor liquides, en base a las regulaciones impuestas.

#### **2.1.4 Administración**

En otra arista de la Pirámide expuesta, nos encontramos con la Administración, que para efectos de este trabajo investigativo los definimos como personas que asumen la responsabilidad contractual en al gestión de la empresa, desarrollando de manera plena la mezcla entre la correcta aplicación de sus conocimientos y liderazgo, en pro de conseguir los mejores resultados y practicas.

De manera de poder analizar las diferentes relaciones que se crean en este grupo, primero debemos definir a los diferentes participantes. En primer lugar tenemos al Directorio que son responsables de representar el interés de los dueños de capital o accionistas, mediante la toma de decisiones estratégicas, tanto en su implementación como en su desarrollo, a través de un adecuado monitoreo e incentivo hacia los gerentes, según lo estipule el modelo de negocio en el cual se desenvuelva.

Tenemos por otra parte a la administración superior, los cuales tienen la misión de llevar a cabo las estrategias y medidas emanadas por el Directorio transformándolas en operaciones en las diferentes unidades de la empresa, desarrollando las competencias centrales que permiten a la empresa en un óptimo desarrollo, agregar valor. Además a través de incentivos y estimulaciones de compromiso a largo plazo con la empresa, se busca que estos concilien los intereses propios con los de los accionistas.

Antes de partir con el análisis, es necesario decir que en muchos países existen profesionales que cumplen la doble función, es decir la de Director y administrador, incluso en algunos se da el doble papel de ocupar el puesto de Gerente General y Presidente del Directorio. En Chile por otro lado esto no se da de igual forma, podemos desprender del artículo 49 de la ley de Sociedades Anónimas que “El cargo de gerente es incompatible con el de presidente, auditor o contador de la sociedad y en las sociedades anónimas abiertas, también con el de Director”, entonces conforme a la ley esta practica queda impedida.

Existen diferentes aspectos internos que condicionan el Gobierno Corporativo y por ende el desempeño de la empresa, como por ejemplo el sistema de toma de decisiones, la estructura de capital, mecanismos de compensación a ejecutivos y sistemas de monitoreo.

Los Directores son los representantes directos de los Accionistas, como tales están en la obligación de ver que sus intereses se vean cumplidos o por lo menos que se hagan los esfuerzos necesarios para ellos; según la Ley de Sociedades Anónimas: “Los directores deberán emplear en el ejercicio de sus funciones el cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios y responderán solidariamente de los perjuicios causados a la sociedad y a los accionistas por sus actuaciones dolosas o culpables”<sup>35</sup>. Sobre la base de esto, el Directorio es una institución que se ha levantado de manera endógena en respuesta a los problemas de agencia inherentes en las organizaciones que cuentan con un principal y agente.

Los Directores son nombrados a través de la votación en la Junta de accionistas, teniendo la existencia de tanto Directores propietarios, ya sea dependientes de los accionistas mayoritarios o accionistas mismos y Directores profesionales o independientes, que al sustraer de la votación los votos provenientes del controlador o de personas relacionadas a este, hubiese resultado igualmente electo<sup>36</sup>. En el siguiente cuadro observamos la composición promedio de los Directorios en Chile.

**Cuadro 6**  
**Composición del Directorio<sup>37</sup>**

Representante de los sindicatos	1%
Gerente de la Compañía	2%
Familiares de algún ejecutivo de la Compañía	2%
Asesores legales externos	2%
Representantes de las compañías relacionadas	5%
Representantes de los inversionistas minoritarios	14%
Representantes de los accionistas mayoritarios	74%

Podemos concluir que en cuanto a la composición de directorios, en su mayoría un gran porcentaje no tiene un alto número de Directores profesionales, esto se debe principalmente a la fuerte concentración de propiedad que existe en el país.

Ahora adentrándonos en el papel que el Directorio cumple, se puede decir que éste enfrenta diferentes entornos, se pueden describir como las más importantes:

<sup>35</sup> Art.41 Ley de Sociedades Anónimas.

<sup>36</sup> Art. 50 Ley de Opas.

<sup>37</sup> Informe encuesta sobre estructura y funcionamiento de Directorios en Chile, Universidad de los Andes, Junio 2001.

- Es el órgano de administración del Gobierno Corporativo, la ley le encomienda su administración.
- Tiene la calida de representante legal de la sociedad anónima para el cumplimiento de su objetivo social.
- Representa a todos los accionistas, correspondiéndole el diseño y control de los propósitos empresariales, dándole orden a la relación Propiedad y Administración.
- Perfeccionar el conocimiento sobre el comportamiento de las variables en el Futuro, para de esta manera actuar con la debida oportunidad y calidad en las decisiones sobre nuevos negocios que se tomen. Con una preocupación especial por predecir y manejar situaciones de crisis, reduciendo sus efectos en el valor e imagen de la empresa.
- Los directores, en forma general, deben contener condiciones que tengan relación con: un adecuado conocimiento de las materias, dedicación, independencia, respetabilidad, vinculaciones, diligencia y compromiso de trabajo en equipo.
- Capacidad de designar adecuadamente a la Gerencia Corporativa, como preocuparse por la adecuada capacitación de la administración superior.
- Obligación de poner a disposición de los accionistas los hechos relevantes de la empresa.

De manera de tener un buen desarrollo de estos aspectos, la independencia de estos ha sido un tema crucial, sobre todo después de los diferentes escándalos, ya que se demostró que los buenos resultados de las empresas no son la forma más confiable de evaluar la eficiencia de una administración, como tampoco la de un directorio.

Últimamente el desafío ha estado en contrapesar los intereses de los accionistas mayoritarios y minoritarios, lo que se ha traducido en la contratación de directores profesionales o independientes, que respondan a los intereses de todos y no solo sean elegidos por los votos de los controladores de las compañías, a fin de lograr Gobiernos Corporativos éticamente correctos y eficientes desde el punto de vista de la creación de valor.

Los Directores independientes tienen como misión, al igual que cualquier director, de trabajar en función de los objetivos de la sociedad. No obstante, es más probable que al no tener compromisos o vínculos, es decir que el director no pertenece al grupo controlador, o

en la medida que no pertenezca a ningún grupo que tenga interés en la sociedad, sus decisiones estarán bajo el parámetro de buscar el bien para la sociedad como un todo. Esto quiere decir explícitamente que el Director no tenga relación con la sociedad ya sea como accionista, socio, empleado, acreedor, parentesco con alguna entidad o persona relacionada a la sociedad ni vinculación con alguna empresa que preste servicios de importancia. De esta forma, se intenta reducir o eliminar cualquier conflicto de interés que pueda surgir en la toma de decisiones de los Directores. Por ello debe asegurarse dicho atributo en cada organización, esto los hace actuar objetivamente frente a decisiones en que se contrapongan visiones e intereses al interior de la sociedad.

Se espera que la incorporación de directores independientes evite o mitigue la acumulación de poder en determinados agentes, que al no ser debidamente monitoreados, tendrán más facilidades para actuar en su propio beneficio. Por lo tanto, uno de los principales aportes de estos agentes, se relaciona con la objetividad, transparencia y el monitoreo. Así, estas personalidades se transforman en los supervisores principales de la administración de la sociedad, pudiendo intervenir cuando lo estimen conveniente, realizando acciones con el fin de esclarecer y transparentar prácticas de la administración.

Como es de esperar, los Directores independientes han dado una distinta visión a los Gobiernos Corporativos, facilitando que tanto los códigos como los principios de buen gobierno, puedan aplicarse en las sociedades. Siendo estos mismos los que entregan un fuerte respaldo y necesidad de la presencia de estos en el Directorio.

La relación entre los Directores y Administradores se da en numerosas áreas, siendo el control una de las más importantes, la planificación estratégica y la selección de los ejecutivos, son otras áreas en que se desarrolla, en esto se encuentra tanto las compensaciones como las remuneraciones. El cuerpo completo de directores participa en el diseño del plan estratégico y el proceso de selección.

Sin embargo, existen ciertas materias que se confieren esencialmente a los Directores independientes. Particularmente, las diferentes legislaciones y códigos de gobiernos corporativos han introducido comités, tales como el de auditoría, compensación y remuneraciones entre otros, los cuales se espera que mayoritariamente se conformen con Directores independientes.

Algunas de las funciones más importantes de los Directores independientes se describen a continuación:

- Analizar potenciales conflictos de interés como transacciones entre partes relacionadas, desviaciones de oportunidades de mercado, préstamos a ejecutivos, precios de transferencia, mecanismos de compensación a ejecutivos y otros.
- Evaluar el desempeño de los ejecutivos y el cumplimiento de los objetivos trazados en el plan estratégico.
- Analizar los estados financieros velando que se ajusten a los principios contables. Como también los sistemas de auditoría interna, sobre todo velar por la transparencia en la entrega de información.
- Exigir a la administración la entrega de información o antecedentes sobre aquellas materias donde los directores independientes deseen indagar o investigar.

Para reforzar sus tareas los Directores pueden crear comités especializados en algunas materias, dentro de los cuales se encuentra el comité de Directores, los cuales desarrollan labores como:<sup>38</sup>

- Examinar estados financieros
- Proponer los auditores externos y las firmas clasificadoras de riesgo.
- Examinar los sistemas de compensación de los ejecutivos.
- Analizar las transacciones entre partes relacionadas.
- Además de materias que señale el estatuto social.

Entonces pasa a ser fundamental la creación de comités de Directores, que es requerida por ley, el cual debería estar conformado por un experto financiero, con una mayoría de directores independientes y estar presidido por uno de ellos. Es necesario en este punto hacer una aclaración con respecto al Comité de Directores. En Chile en base a los organismos de supervisión y de creación de leyes, el Comité de Directores hace referencia a lo que se conoce como el Comité de Auditoría, para efectos de este trabajo, nos reseñaremos al Comité de Auditoría, independiente del país al que estemos haciendo referencia.

El comité de Auditoría es un cuerpo existente al interior del Directorio que cumple la misión de fiscalizador, siendo una de sus principales atribuciones la que los relaciona con

---

<sup>38</sup> Ley de OPAS



las firmas auditoras externas y clasificadoras de riesgos. Deberán proponer estas al Directorio, las cuales serán sugeridas a la Junta de Accionistas. En si la auditoría forma parte de las responsabilidades de este comité, siendo la calidad de ésta como la independencia, algo por lo que deben velar. La ley en particular le da esta labor, al establecer la obligación de que cualquier firma de auditoría que preste a un cliente auditado otro servicio, incluyendo asesoramiento fiscal y excluyendo los prohibidos, deba solicitar la aprobación previa al Comité, con lo que este adquiere un papel protagonista dentro de los esquemas de un buen Gobierno Corporativo.

Ahoá si volvemos a un espectro más general, podemos ver el siguiente cuadro que se muestra el porcentaje de sociedades, en diferentes regiones, que cuentan con alguno de los comités de Directores mencionados. Es necesario señalar que para Latinoamérica sólo un 14 % de los Comités de Auditoría, cuentan con todos sus directores independientes, esto se contrasta fuertemente con el 53% en promedio para las demás regiones.

**Cuadro 7**  
**Porcentaje de comités en las diferentes regiones<sup>39</sup>**

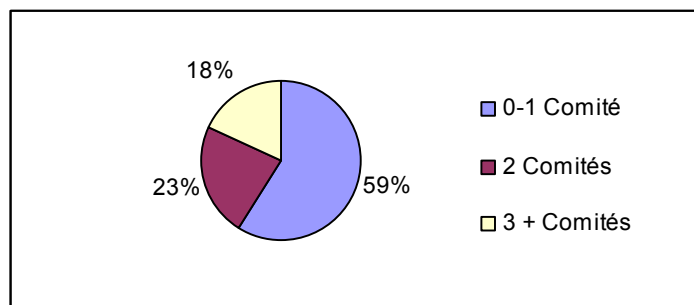
COMITÉ	Total	Asia	Europa	Norte América	Latino-América	Australia
Auditoría	85%	95%	80%	98%	52%	100%
Compensación	80%	71%	83%	93%	43%	88%
Nominación	54%	29%	65%	58%	14%	65%
Ejecutivo	45%	48%	48%	49%	38%	24%
Gobierno Corporativo	27%	33%	13%	65%		24%
Ética	12%	5%	9%	19%	10%	18%
Estrategia	11%	19%	8%	12%	10%	12%
Otros	32%	23%	30%	35%	29%	29%

En Chile existe una baja utilización de comités especializados, a parte del comité de auditoría que es requerido por ley, determinando de esta manera, un bajo nivel de especialización de los miembros del Directorio. Teniendo mayores falencias en aspectos de estrategia y políticas de largo plazo<sup>40</sup>. En el siguiente cuadro podemos observar que solo un 18% de las empresas cuenta con tres o más comités.

<sup>39</sup> Fuente: Egon Zehnder Internacional (2000). Board of Directors. Global Study.

<sup>40</sup> Estudio realizado por McKinsey e Icare, Julio 2003

**Gráfico 5**  
**Utilización de Comités de Directores<sup>41</sup>**



La vasta discusión de los factores que inciden en el buen funcionamiento de los directores incorpora una amplia variedad de temas como es el de recursos humanos y financieros disponibles. En este sentido, las dietas de los directores deben ser acordes a la responsabilidad de sus funciones y el tiempo que se dedica a cada sesión debe ser suficiente para analizar en detalle las materias que se tratan. Asimismo, los directores deben preparar los temas a discutir en cada sesión con el propósito de desarrollar un debate constructivo y provechoso.

Es así como el tema de las remuneraciones no es un tema menor, ya que existirá una fuerte influencia del monto y forma de pago en el comportamiento de éste. Analizando este punto se puede ver que existe una alta dispersión en la composición de las compensaciones, ya que estas no siguen un criterio objetivo o medible y se dan casos de empresas con un importante patrimonio que pagan poco, versus otras bastantes más pequeñas que pagan mucho.<sup>42</sup> Según la opinión de Max Vicuña, Director de la consultora MV Amrop, en el primer caso el incentivo que tiene el director a ser más crítico es menor y se podría decir que a mayor grado de remuneración es menor la independencia o mayor el grado de consentimiento, mientras que a menor remuneración existiría un menor incentivo a ser director.

Los montos de pagos a los directores los determina la junta de accionistas de una empresa, existiendo distintas formas de compensación de los directores. En primer lugar tenemos la remuneración u honorarios, que como ya es sabido corresponde a una

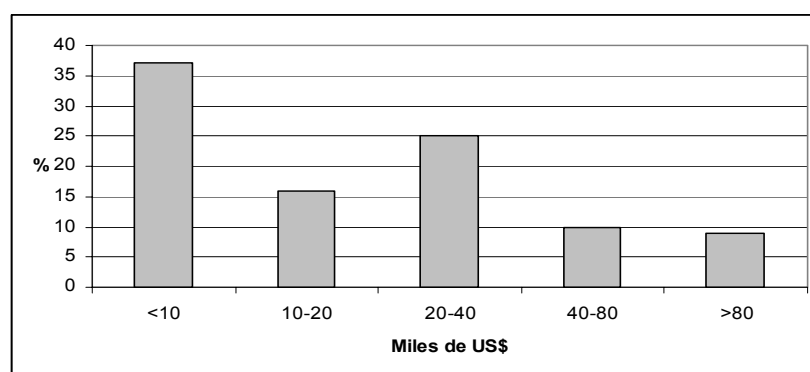
<sup>41</sup> Estudio realizado por McKinsey e Icare, Julio 2003

<sup>42</sup> Según un estudio de la consultora MV-Amrop, que involucra a 80 de las empresas que componen el índice IGPA. 2001

compensación mensual fija, independiente del número de sesiones de directorio, como del porcentaje de asistencia a estas. Por otro lado tenemos la Dieta, que corresponde a una compensación asociada a la asistencia a las sesiones de directorio. Se dice repetidas veces que el óptimo de remuneración es la que va de la mano con el aporte al mejor funcionamiento de la empresa, dentro de este aspecto encontramos otros dos tipos de compensaciones, la primera, asociada a la retribución a los accionistas correspondiente a una participación en los dividendos de la empresa, y la última como participación de las utilidades, compensación asociada a los resultados de la empresa.

En un estudio realizado por MV Amrop a las 80 empresas más transadas del Igpa en el año 2001, se establece que predomina las compensaciones vía Dieta, mecanismo que es utilizado por 53 empresas, mientras que honorarios y remuneraciones es la forma de pago en 26 instituciones, el pago como participación de utilidades lo ponen en práctica 21 compañías, mientras que la participación en los dividendos es utilizado por sólo 2 empresas. Este estudio reveló que existe una clara tendencia a establecer combinaciones de tipos de compensaciones, es así como se vio que la mezcla de remuneración y honorarios con dieta, como la de porcentaje de las utilidades y dieta son las más usadas. Además se estableció que en un promedio la remuneración del Presidente del directorio duplica la de un director, mientras que la del vicepresidente es 1,5 veces la de un director normal.<sup>43</sup>

**Gráfico 6**  
**Compensación anual de los Directores<sup>44</sup>**



<sup>43</sup> Según un estudio de la consultora MV-Amrop, que involucra a 80 de las empresas que componen el índice IGPA. 2001

<sup>44</sup> Estudio realizado por McKinsey e Icare, Julio 2003

Más del 50% de los Directores recibe menos de 20 mil dólares por año y en su mayoría la compensación es fija y no tiene relación con la gestión realizada.

Anteriormente dijimos que la organización a partir de comités le permitía al directorio tener una cercanía y un manejo mayor de las diferentes variables que influyen en un buen Gobierno Corporativo. Esto se debe principalmente a que le permite manejar de una forma más óptima los conflictos de interés y asimetrías de información propios de los problemas de agencia que se crean en el manejo empresarial.

Adentrándonos en este tema, los problemas de agencia son el factor primordial en el buen manejo corporativo, las asimetrías de información como los conflictos de intereses que se crean, provocan la divergencia entre los intereses de los dueños de capital y los administradores, es así como los directores tienen como papel fundamental disminuir esos costos y maximizar el valor de las partes interesadas.

Los problemas de agencia se pueden dar principalmente a través de dos manifestaciones, la primera tiene relación con la moral de Hazard o problemas morales que existen cuando el principal no puede observar las acciones del agente, esto generalmente se produce cuando los resultados de la administración no están determinados por la acción de un agente en particular. La segunda se relaciona con la selección adversa, que es el problema que existe cuando el agente hace ciertas observaciones que el principal no hizo y el agente usa estas observaciones para realizar decisiones, de esta manera el principal no puede tener certeza si el agente utilizó su información o la propia, de manera de buscar los intereses propios y no el de la institución. Estos problemas de agencia son difíciles de ser manejados, en especial en la ausencia de contratos perfectos, que puedan prever todo tipo de acciones futuras.

Existen variados mecanismos que ayudan al control de estos problemas de agencia, dentro de los mecanismos internos ya dijimos uno de ellos es el Directorio, otro son los incentivos a ejecutivos, que pueden ser a través de Stock Options o despidos condicionados, que son medidas que amarran el desempeño, ya que condicionan visiones de largo plazo junto con conciliar posiciones de maximización del valor de la empresa y no del beneficio propio. También existen mecanismos externos de control, como es la toma de control corporativo, que en Chile, dada su alta concentración de propiedad no es una variable en sí relevante, como así las leyes y regulaciones existentes, proveen de la base estructural de

entrega de información, de manera de tener un adecuado control sobre las decisiones gerenciales.

El órgano encargado de arbitrar los conflictos entre Directores y administración es la Junta de Accionistas, ya que como representátese máximo son los que en definitiva pierden valor y capital debido a estos conflictos, por lo tanto su participación tiene que ser representativa y activa, y en este punto el mercado institucional ha tenido un fuerte papel en expresar este papel en acciones.

Fundamental pasa a ser, y las reformas de leyes como la mayoría de los códigos de gobierno corporativo lo incluyen, son las prácticas como la de separación de los puestos de la gerencia general y la presidencia de la junta directiva. Estas van dirigidas a hacer a la junta directiva más balanceada, independiente y responsable de los manejos internos, así como a proteger a los accionistas minoritarios.

Por estas razones, es tan importante la auto evaluación que los directores hagan de sus propias funciones, como la supervisión que realicen de las labores de los ejecutivos, en especial de los sistemas de monitoreo que se utilizan.

Asimismo, una evaluación de los Directores es necesaria para potenciar al directorio y reorientar el trabajo en aquellas áreas débiles con el objeto de corregir posibles conflictos y mejorar el trabajo en las sesiones de directorio. Fundamentalmente, el trabajo de los Directores es un trabajo en equipo y por tanto requiere de una buena compenetración entre sus miembros.

Otra actividad importante del directorio es el manejo del talento ejecutivo, ya que este empieza a ser un recurso escaso y existe una alta competencia por la obtención de este. El talento debe ser capaz de manejar procesos o situaciones de cambio más rápido en los nuevos entornos que esta viviendo la empresa chilena como el mundo en general.

La compensación a los ejecutivos es solo una parte de lo que es necesario ofrecer, el problema esta en la correcta asignación de estas ya que hay que evitar posibles problemas de agencia a raíz de una mala determinación de esta variable, por lo general se tiende a compensaciones que incentiven a la creación de valor, es decir, que este ligada a parámetros muy concretos de creación de valor para el accionista, además debe ser coherente con la estrategia misma de la empresa. Entonces esta debe estar alineada por un lado, por la estrategia global del área de Recursos Humanos, la que a su vez esta alineada

con la estrategia de negocios de la empresa. La determinación de la estructura de compensación es un elemento importante para atraer y retener a los mejores, facilitándole el desarrollo de carrera, variable que es tomada en consideración al momento de analizar las diferentes posibilidades. Por eso es necesario establecer el equilibrio entre compensaciones monetarias y no monetarias.

#### **2.1.5 Resto de la Comunidad de Negocios.**

En la actualidad, existe un alto grado de coincidencia, para destacar los problemas de falta de confianza como uno de los de mayor relevancia al que se enfrentan las corporaciones actualmente, esta confianza se refiere a tanto dentro como fuera de la organización. Es por ello que las compañías intentan ganarse la legitimidad social, por medio de la confianza y de la reputación, interna y externa, a través de una integración y diferenciación creciente de su responsabilidad social corporativa.

Lo anterior pone de manifiesto, la forma de actuar de las máximas autoridades, es decir, miembros del Directorio y Alta Administración, convirtiéndose en ejemplo para el resto de la organización y comunidad de negocios, que observa con atención las señales emitidas por dicho órgano de máximo poder y responsabilidad.

Este grupo de interés, lo hemos definido como el conjunto de agentes que se ven afectados por las estrategias y políticas que desarrolla e implementa la empresa, en la conformación de estas se encuentra la Propiedad, Directorio y la alta Administración. Entonces en este grupo principalmente encontramos clientes, empleados, proveedores, comunidad en general, instituciones crediticias, entre los más importantes.

Se pueden describir una multitud de relaciones como por ejemplo, los proveedores serán colaboradores, interesados en la buena marcha de la compañía, cuando encuentren la confianza y la seguridad necesaria para establecer una relación estratégica. A su vez, los clientes, que buscan la satisfacción de sus necesidades por medio de los productos y servicios, muestran su disposición a establecer una relación de fidelidad con el oferente en condiciones similares. La confianza y colaboración de la Comunidad, será con empresas solventes que cumplen sus compromisos sociales, así evitarán cualquier proyecto que los afecte negativamente producto de su actividad, como pudiese ser el caso de: la contaminación, escándalos financieros, discriminación social, etc.

Por otro lado están los empleados, exigiendo demostraciones de confianza intraempresa, que demandan una política de retribuciones y nombramientos razonables, equilibrados y transparentes, que motive y genere un clima de confianza extendida en la empresa. Existen casos en que los Sindicatos son representados por un miembro en la Junta de Directores, promoviendo y ejemplificando medidas de equidad que benefician la transparencia y, el alineamiento de objetivos entre las partes.

La responsabilidad social de la empresa juega un rol fundamental en el adecuado equilibrio de estas relaciones como en la construcción de una imagen de empresa, que le permita formar bases sólidas con las entidades que se ven afectadas en su funcionar diario. Como M. Friedmann lo define: “ Hay un solo tipo de responsabilidad social de la empresa: usar sus recursos e involucrarse en actividades que aumenten sus utilidades en la medida en que se mantenga dentro de las reglas del juego, lo que significa involucrarse en una abierta y libre competencia sin estafa o fraude”.<sup>45</sup> La empresa juega el rol de establecer buen comportamiento y practicas de manera de crear el clima propicio para el desarrollo de los negocios.

Por otro lado la Caux Round Table,<sup>46</sup> afirma que 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 (que nosotros hemos definido como el Resto de la comunidad de negocios) 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. Esto define de mejor manera lo que la empresa debe ser capaz de lograr y sobre todo, capaz de mantener en una relación de largo plazo.

Desde nuestro punto de vista, la responsabilidad social de las empresas tiene un carácter voluntario, a la vez que contribuye a conseguir un desarrollo sostenible y un modo de Gobierno Corporativo más eficaz. Puede entenderse como un comportamiento libre y proactivo para resolver los problemas de desarrollo de la sociedad en su conjunto, tanto en

---

<sup>45</sup> Friedmann, M., “La responsabilidad social de la empresa privada”.

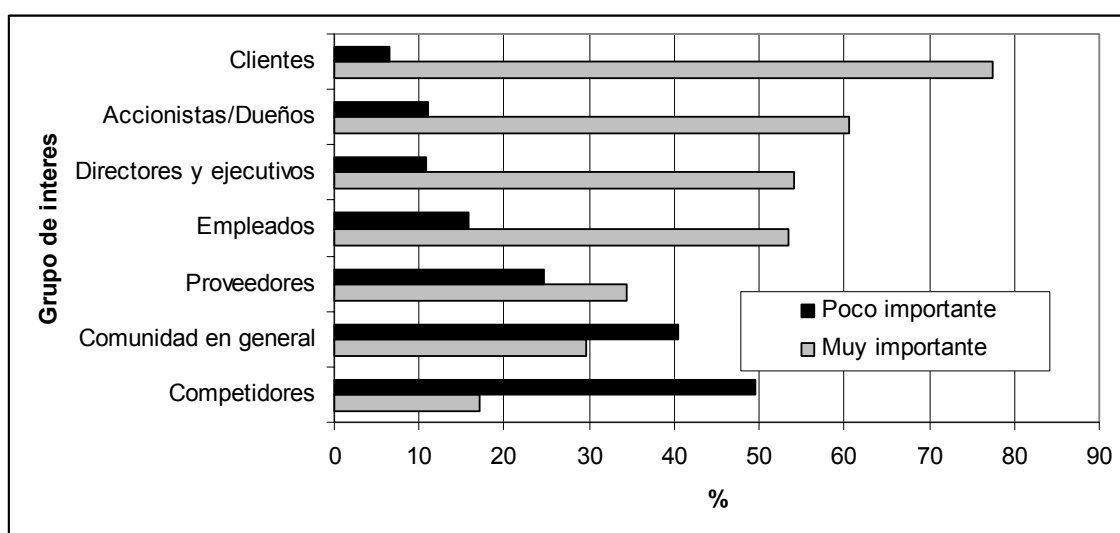
<sup>46</sup> La "Caux Round Table" cree que el empresariado mundial debe jugar un papel más importante en la mejora de las condiciones económico-sociales. [www.cauxroundtable.org](http://www.cauxroundtable.org).

el orden comunitario como ambiental y con respecto a sus actividades misma, como trabajadores clientes, proveedores, etc.

Ahora par tener una mejor visión de cómo se maneja esta responsabilidad empresarial vemos el siguiente gráfico, lo importante es destacar que la manera de lograr la responsabilidad es a través de la conciliación de los intereses de la empresa con los fines de la comunidad. En una investigación de Mori Internacional<sup>47</sup>, se llego a concluir que en nuestro país estamos en una fase emergente en este proceso, dado el impacto en algunos sectores empresariales este nuevo paradigma de organización empresarial. Este paradigma es tanto social como económico, ya que significa una redefinición de la ciudadanía de la empresa y de las formas en que esa se ejerce.

**Gráfico 7**

**Grado de importancia que se le otorga a los grupos de interés<sup>48</sup>**



Analizando de manera aterrizada las relaciones que se crean con este grupo, definido como el resto de la comunidad de negocios, con la Alta Administración. Se puede decir que esta se basa solamente en la formulación y estipulación de contratos, ejemplo de esto son los contratos que se suscriben para obtenciones de créditos y, los firmado entre empleador y empleado. Sin embargo, se sabe que los contratos no son perfectos, dado que no estipulan todos los escenarios y el costo de su estimación y formulación es alta y, por tanto

<sup>47</sup> Análisis de la encuesta Mori sobre “Responsabilidad corporativa”, Santiago abril 2002.

<sup>48</sup> Gallego, F., Rodríguez, J. “Responsabilidad social corporativa”, Universidad Alberto Hurtado 2002.



ineficiente. Lo relevante es como las instituciones, sean o no gubernamentales, resguardan y velan los intereses y la forma en que se resuelvan los litigios entre los distintos órganos que componen el triángulo de Gobierno Corporativo. Una problemática que afecta a estos miembros, es cuando se dicta la insolvencia de una sociedad por parte de la autoridad gubernamental, iniciando así el proceso de quiebra o liquidación según se estime conveniente por el interventor, donde cada parte trata de salvar sus activos. Es por eso que medidas que aceleren la resolución, como la reforma Judicial que actualmente se lleva adelante, o modificaciones a las leyes que permitan aumentos de eficiencia y equidad, presentan claros beneficios para el Resto de la Comunidad de Negocios.

Otra situación de complejidad, es el doble rol que pudiese tener un agente. Esto en referencia, al doble trato que se puede presentar –Accionista- que significaría una merma para los accionistas minoritarios al producirse operaciones relacionadas, que afectarían la formulación de precios. Esto pasa por una regulación eficiente, que castigue dichos actos y, que establezca condiciones y mecanismos para su abolición.

Una medida de control frente a este problema es el que entrega los pactos de accionistas, que como muy bien vimos anteriormente, regulan el actuar de la empresa en relación a las acciones que realizan los diferentes accionistas, mientras que por otro lado tenemos los estatutos sociales de la empresa, que lo que buscan en este aspecto, poner de forma clara el actuar de la empresa, de manera que no de pie para malas prácticas, perjudicando a alguna de las partes relacionadas con la empresa.

### **2.1.6 Relación Administradores – Propietarios**

Esta relación corresponde a la base del triángulo, donde encontramos los problemas de Gobierno Corporativo de mayor relevancia. Se puede decir que estos problemas están explicados en su mayoría por la teoría de agencia, donde encontramos por un lado a los Accionistas o “principal” y por otro a la Alta administradores o “agentes”. En cierta manera, estos problemas son inherentes del manejo empresarial, pero existen diferentes enfoques que pueden disminuir los costos y optimizar los resultados. A continuación describiremos los problemas e implicancias más importantes, que existen en este lado del Triángulo del modelo de Gobierno Corporativo.

Como muy bien sabemos el Directorio nace a través de la ley, dada la necesidad de resolver el problema entre gerentes y accionistas, delegando el monitoreo y evaluación de desempeño de estos, como otras actividades antes tratadas. Esto permitió disminuir este problema, haciendo un traspaso de los costos de tiempo y monitoreo; pero ahora, el problema se traslado hacia la relación Directores-Accionistas y Directores-Gerencia, este último tratado en el punto de la Administración.

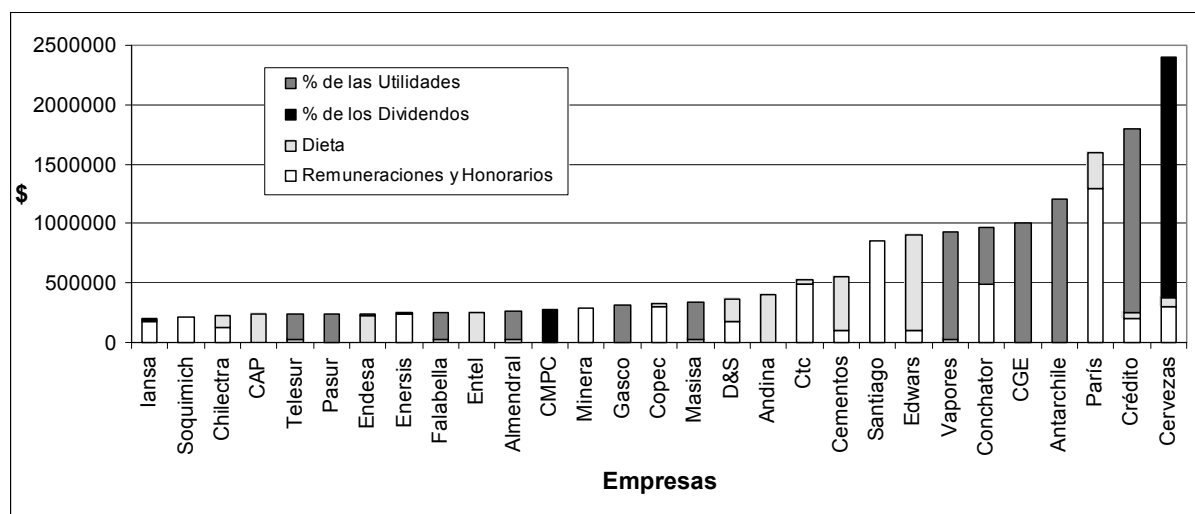
Como hemos visto existen diferentes entidades al interior de la empresa que se encargan de el proceso de fiscalización, siendo la Junta de Accionista uno de ellos.

Dentro de las materias tratadas por la Junta está la elección o revocación de los miembros titulares y suplentes del Directorio de los liquidadores y de los fiscalizadores de la administración. De esta manera es la Junta la encargada desde un principio, de poner las reglas internas de cada empresa, sumadas a las requeridas por ley, sobre el adecuado actuar del Directorio. Esto determina las apropiadas directrices de la relación Directores-Accionistas, siendo uno de los primeros problemas que se presenta la adecuada alineación de los objetivos. Por lo general, en mercados con propiedad más concentrada este problema es menor, ya que la elección de los Directores en mayoría, corresponden al grupo controlador, determinando la correcta alineación de los objetivos con los de los accionistas controladores, claro esta que existe una descompensación en desmedro de los accionistas minoritarios. Este tipo de estructura es la que se da en Chile actualmente, con una fuerte concentración de la propiedad, donde el problema de agencia entre Directores y Accionistas controlador no se da, pero si el relacionado hacia los accionistas minoritarios. Uno de los temas mas recurrentes con respecto a este problema, es el referido al desarrollo de contratos internacionales por parte de las empresa, que implica mejorar los derechos de los poseedores de ADR, ya que la globalización requiere de un contrato eficiente por cuanto los inversionistas globales, al intentar maximizar su utilidad, buscan aquellos mercados que resguarden mejor sus intereses. Dado esto, las prácticas empresariales en la relación explícita entre los Directores de estas compañías y estos inversores extranjeros minoritarios deben desarrollarse de la forma más transparente y representativa posible, donde la elección en mayoría del comité de auditoria por accionistas minoritarios, es un fuerte ejemplo de ello. Los accionistas minoritarios esta desarrollado de manera más amplia en el punto de la propiedad.

En respuesta a este problema de agencia, se ve la imperiosa necesidad del uso extenso de Directores profesionales, que velen por el interés de todas las partes relacionadas, buscando la maximización del valor de la empresa y no el objetivo particular de algunos.

Ahora si nos encontramos en economías con menor concentración e inversionistas más dispersos, el problema se traduce a lo que se conoce en la literatura, como Moral de Hazard, donde el principal o los accionistas no pueden monitorear las acciones de los agentes, esto se debe por lo general cuando los resultados no están completamente determinados por la acción de un simple agente. Este problema podría tener solución bajo la existencia de contratos perfectos, pero sabemos que esto no ocurre en la realidad, entonces lo que se busca es dar incentivos a los Directores, a través de remuneraciones asociadas al desempeño de la empresa. A continuación vemos un grafico que nos muestra la composición de remuneraciones a nivel de Directores en Chile.

**Gráfico 8**  
**Composición de pagos a los Directores en Chile<sup>49</sup>**



Como podemos ver, existen diferentes formas de compensación y de incentivos hacia los Directores, estas dependen de la visión que tenga la Junta de Accionistas al momento de fijar las remuneraciones, dada la fijación de objetivos de largo plazo como las estrategias a seguir por la empresa, ya que estas determinarán directamente los incentivos más convenientes hacia los Directores.

<sup>49</sup> Fuente: MV Amrop.

Por otro lado tenemos un órgano endógeno como es el comité de Directores, que es un entidad que debe velar por la transparencia en la toma de decisiones y en el análisis de información en diferentes niveles, de manera de dar confianza a las partes interesadas y en especial a los accionistas, de forma de minimizar los posibles costos de agencia, como de controlar de mejor manera las decisiones que se toman.

Otro problema que se presenta, es el relacionado con el proceso de nombramiento de Directores, ya que este representa un costo para los accionistas minoritarios, sobre todo en mercados con propiedad concentrada. En el mejor de los mundos para el inversionista lo ideal sería el principio de “una acción un voto”. Este principio tiene relación con el hecho que algunas empresas tienen diferentes series accionarias. Podemos desprender del artículo 21 de la LSA que “Cada accionista dispondrá de un voto por cada acción que posea o represente. Sin embargo, los estatutos podrán contemplar series de acciones preferentes sin derecho a voto o con derecho a voto limitado”. Entonces en un mundo de igualdad para todos los accionistas, la existencia de acciones preferentes impide la existencia de este principio de igualdad, influyendo en que el accionista minoritario, que tenga una serie que no le de derecho a voto, no tenga la posibilidad de ser representado, de manera justa y de acuerdo a su participación. En definitiva ellos tendrán propiedad, pero no podrán elegir a quienes administre esa propiedad.

Para tener una mejor visión de este problema veremos brevemente el caso Chispas. Endesa España anunció una OPA<sup>50</sup> sobre las acciones de las sociedades Chispas, en agosto de 1997, quienes controlaban el 29,6% del Enersis, el más importante Holding eléctrico chileno, teniendo el control de las principales generadoras y distribuidoras de electricidad locales, con presencia en países como Argentina, Perú, Colombia y Brasil.

El 1 de agosto de 1997, se anunció un complejo acuerdo entre Enersis España y los principales ejecutivos de Enersis y de las sociedades Chispas<sup>51</sup>. La empresa española, a través de su filial Elesur, tomaría el control indirecto de Enersis, a través de primero, la adquisición de las acciones serie B de las Chispas, las que eran de propiedad de ex ejecutivos de Enersis, lo que le permitiría elegir cuatro de los nueve directores de dichas sociedades, además del derecho a voto en materias varias; y segundo, la adquisición de la

---

<sup>50</sup> Oferta Publica de Acciones

<sup>51</sup> Parisi y Yáñez, 2000

mayoría absoluta de las acciones serie A de las Chispas, mediante una oferta pública de acciones.

Entre los aspectos más discutibles de este caso destacan que Endesa España pagó tres precios distintos en la oferta, diferenciando por serie y por tipo de accionista. Por las acciones serie B, se pagó aproximadamente \$200.000 pesos por acción, es decir, un 91.000% más que el precio pagado por acción a los accionistas de las series A de las sociedades Chispauno y Chispados. En tanto que a los accionistas de Almendros y Luz y Fuerza le pagaron \$220 pesos por acción. Por otra parte, los precios ofrecidos al público general fueron, en promedio, un 18,2% inferiores a los precios ofrecidos a los trabajadores, directores y ex trabajadores de Enersis por acciones serie A de las Chispas, pagando a esos últimos \$260 pesos por acción.

Entonces podemos ver que la existencia de acciones preferentes, que rompen la premisa de “un voto una acción”, determina la pérdida de la representación de los accionistas minoritarios, en el caso Chispas esto se ve de sobre manera. En el siguiente cuadro podemos apreciar que la serie B, que tenía el derecho de elección de 4 directores, solo formaba el 0,06% de las acciones emitidas.

### Cuadro 9

#### Estructura accionaria de las Chispas a Junio de 1997<sup>52</sup>

	Nº de Directores a elegir	% de Acciones Emitidas
Serie A	5	99,94%
Serie B	4	0,06%
Total	9	100%

Bueno ya es sabido que junto a la llamada “operación del siglo”, existieron varias transacciones que determinaron la reformulación de las leyes, dando como fruto la Ley de Opas.

Ahora, de darse la premisa de “un voto una acción”, se cae en otro problema diferente al momento de la elección de los Directores, este se refiere a el otorgamiento de poder a través de las cartas endosadas, donde los Directores incentivan a los diferentes accionistas minoritarios a votar por ellos, entonces esto determina un especie de conducta de Free-Riders al momento de votar, ya que muchas veces el desconocimiento de éstos, como el

<sup>52</sup> Fuente: “Oferta Publica de Adquisición de Acciones, Mayoritarios versus Minoritarios”, Carlos Maqueira, Departamento Administración Universidad de Chile.

costo que trae para los accionistas el obtener mas información, determina la toma de una posición mas pasiva frente a las elecciones de éstos, cuestión que no es menor, dada la necesidad de contar con Directores profesionales, para tener un mejor control y transparencia de manera de evitar por un lado, que la gerencia, al tener muchas veces intereses diferentes en relación a el de los accionistas, pueda actuar con fines maliciosos, de manera de obtener sus propios objetivos, en desmedro de los accionistas, y por otro lado el tener un mejor control de las decisiones que se toman a nivel de Directorio.

Para el mejor manejo de esta relación entre Directores-Accionistas, resulta fundamental que el horizonte de estrategias sea bien especificado, es necesaria la visión de largo plazo de las empresas ya que bajo una perspectiva de corto plazo, puede inducir a comportamiento no ético e irresponsable, en cambio una visión de largo plazo permite una mayor sustentabilidad y un mejor control de las acciones, pero eso dependerá del horizonte que tengan en mente los accionistas, que en definitiva son los que tienen que ver los mayores frutos en este sistema de gobierno.

Para poder tener una mejor coalición entre estas partes, es necesaria la existencia de mecanismos de evaluación de Directores, que no están muy desarrollados, pero que permitirían a los accionistas, ya sea controladores como minoritarios, poder tener una visión mas cercana a la realidad del comportamiento de éstos, de manera de ser mas participe, tanto en el proceso de nombramiento, como en el alineamiento de estrategias de largo plazo de la empresa.

### **2.1.7 Compañías Auditoras**

En la actualidad, la confianza tarda en construirse, pero es posible destruirla rápidamente. El proceso de erigir y cimentar la franqueza es largo y complicado, por lo que se debe afrontar bajo un complejo actuar.

Una de las formas de actuar, es validar las acciones vía terceros y por eso el carácter de obligatoriedad por ley que juegan entidades como las Compañías Auditoras, es el de ser garantes de la fiabilidad del sistema de rendición de cuentas para con los inversionistas. Es una forma de acreditar confianza y transparencia.

Vico et. al. (2003), es claro y conciso en señalar que los objetivos de la auditoría han sido cambiantes en el tiempo, el público ha esperado, con o sin fundamento, que los

auditores sean detectores de fraudes. Lo cierto que el objetivo de una auditoría no es ese. Con el advenimiento de la sociedad capitalista, se hizo necesaria la función de la auditoría que tuviera por objeto verificar que los estados financieros se ajustaran a las normas.

Es de importancia señalar en este estudio, que ninguna norma considera la detección de fraudes como un objetivo primario de la auditoría de cuentas. O sea, si el auditor encuentra un fraude, ello ha sucedido como un subproducto de la ejecución de la auditoría. El problema se presenta entonces, cuando el público entiende a la auditoría como un sistema de control e información del fraude, mientras que la función de la auditoría es la verificación del ajuste de los estados financieros a la norma contable. Se produce así el fenómeno conocido como expectativas defraudadas.

Por lo tanto, la calidad de la auditoría se puede expresar como la probabilidad de que el auditor detecte e informe sobre incumplimientos de la norma contable. La posibilidad de detección de los fraudes está relacionada con aspectos como la capacidad técnica del auditor. Ahora bien, la probabilidad de que el auditor informe sobre posibles fraudes está estrechamente ligada a su objetividad, es decir, a su independencia respecto de la entidad a la que audita.

Como comentamos en la parte de la administración, el papel de las firmas auditoras que desempeñan en la empresa son responsabilidad del comité de auditoría. Ya que dentro de sus atribuciones deben examinar los informes de los inspectores de cuentas y auditores externos y proponer al Directorio, los auditores externos. Entonces esto le determina la misión de evaluar y controlar el comportamiento de estas, de manera que no se den acciones que determinen una actuar no independiente y transparente.

Ahora, por qué los auditores no actúan independientemente, se centra en la forma en que se desarrolla la relación de cada auditoría en particular. Vico establece que las bases que corroen a la independencia son explicadas por la Teoría de Agencia. Según esta visión, los gerentes de las empresas o agentes, proveen un servicio a los accionistas a cambio de una retribución. Los accionistas evalúan la gestión de los gerentes, a través de la información financiera que estos proveen. Sin embargo, la evaluación de la calidad y la fiabilidad de la información están fuera de las capacidades de los accionistas y, por ello delegan en expertos independientes, a través de las facultades que le entrega la ley al

Directorio. A cambio los auditores reciben una remuneración. Por lo tanto, el auditor se convierte en un agente que controla a otro agente.

Entonces, queda conformada una relación triangular que queda abierta en el lado que une a gerentes y a auditores, porque tan sólo existen dos relaciones: gerente-Directorio y, auditores-Directorio. Esto se debe a que los auditores no prestan servicios a los gerentes, ni estos a los auditores.

Podemos entender a la falta de independencia, como una colusión establecida que ocasiona daño para los accionistas. Ya que, los gerentes maquillan los números para garantizar y mejorar la gestión que realizan como el propio status de estos y, los auditores no informan al comité de auditoría de ello porque sus retribuciones dependen en alguna medida de la visión que de esta firma auditora, tenga la gerencia.

Otra idea que ayuda a explicar la falta de independencia está definida por el mercado de los servicios de auditoría. En este sentido las condiciones que determinan la estructura de los mercados afecta a la conducta de los agentes que operan en ellos. En específico, la concentración y la saturación, da lugar a dos prácticas que han sido frecuentemente señaladas como motivo de pérdida de independencia de los auditores: el lowballing, es decir, fijación de precios de la auditoría que no cubren los costos y, el otorgamiento de servicios adicionales con carácter simultáneo a la realización de la auditoría.

La fijación de precios bajos tiene cabida en la estrategia comercial de las compañías, como una forma de romper las barreras a la entrada. Esto puede interpretarse como un vínculo financiero del auditor con el auditado, ya que el auditor intentará recuperar las pérdidas ocasionadas por esa práctica, es decir la auditoría, vía incrementos paulatinos en los precios. Resultados de estudios<sup>53</sup> revelan que la práctica del lowballing y su recuperación en el tiempo, para Estados Unidos, se inserta dentro de una estrategia de mercado que tiene como objetivo la obtención de clientes en una industria competitiva, pero no demostraron que exista una relación causa-efecto entre el lowballing y la falta de independencia. Sin embargo, es de responsabilidad del Directorio y en especial del comité de Auditoría, que estas practicas no se lleven a cabo, tanto por la necesidad de conocer bien

---

<sup>53</sup> Trabajos que estudian científicamente las implicaciones del lowballing corresponden a DeAngelo (1981), y posteriormente se encuentran los estudios empíricos de Simon y Francis (1988) y, Kanodia y Mukherji (1994).



las empresas auditoras que proponen, como los límites de servicios que estas empresas pueden prestar.

Por otro lado, es frecuente que las compañías de auditoría, sobre todo las cuatro grandes<sup>54</sup> a nivel mundial, presten simultáneamente servicios adicionales como el asesoramiento financiero, legal o fiscal. Esto permite obtener una posición ventajosa, no sólo para la firma de auditoría sino que también a la auditada, por el conocimiento adquirido asociado al desempeño de la auditoría. Sin embargo, cuando una firma concentra muchos intereses económicos en un cliente, la posición de la misma firma ante conflictos se ve vulnerable, y por lo tanto la posibilidad de colusión, ya vista anteriormente, aumentaría. Este tema no es nuevo y ha sido discutido desde los años sesenta, aunque no es hasta los días de hoy que las críticas han cuestionado seriamente dichos actos, donde el blanco de las mayores críticas se centra en la necesidad de mecanismos internos de las empresas que eliminen estos problemas. Por un lado tenemos los esfuerzos legislativos y de códigos, a través del uso de comités de auditoría que deben velar por esto y por otro las necesidades de autorregulación que traten estos problemas.

Si bien es cierto se han establecido modelos teóricos que sugieren que los servicios adicionales afectan la independencia de los auditores, la literatura no ha podido encontrar evidencia de que exista una relación clara entre servicios adicionales e independencia.

Las medidas que tienen por objeto mejorar la independencia de los auditores se centran en la definición del cuadro de incompatibilidades. Principalmente en la prohibición de servicios adicionales y el establecimiento de un sistema de rotación obligatoria. La ley Sarbanes-Oxley, en su sección 201, establece un cuadro exhaustivo de prohibiciones de prestación de servicios adicionales. La ley ha atribuido a los Comités de Auditoría una de las principales funciones como garante de la independencia, al establecer la obligación de que cualquier firma de auditoría que preste a un cliente auditado otro servicio, incluyendo asesoramiento fiscal y excluyendo los prohibidos, deba solicitar la aprobación previa al Comité, y como mencionamos antes, este adquiere un papel protagonista dentro de los esquemas de un buen Gobierno Corporativo.

Por último la SEC, desde febrero del 2002, obliga a las empresas auditadas a incluir en la información contable pública los honorarios percibidos por los auditores en el último

---

<sup>54</sup> PricewaterhouseCoopers, Deloitte & Touch, Ernst & Young y KPMG.

ejercicio, así como a detallar la naturaleza de todos los servicios adicionales prestados y, los honorarios pagados por cada uno de ellos. En la sección 204, se establece que el auditor responsable de un trabajo de auditoría rote obligatoriamente cada cinco años.

### **2.1.8 Evaluadores de riesgo**

Asimismo como en el caso de las firmas auditoras independientes, el comité de auditoría también propone al Directorio los clasificadores privados de riesgo.

La clasificación de riesgo es un mecanismo que se utiliza desde hace años a nivel mundial con el objeto de orientar a los inversionistas respecto a sus decisiones de ahorro e inversión. Se busca contribuir a la transparencia de información en el mercado, permitiendo que ahorristas y asegurados se formen una opinión certera acerca del desenvolvimiento de las empresas que administran sus recursos.

Cuando el marco institucional es más eficiente, el mercado puede ejercer un rol más activo en la supervisión de las instituciones financieras, lo que permite un mejor resultado en términos de estabilidad y flexibilidad. En la medida que los mercados tengan la información adecuada y la capacidad de ejercer una disciplina sobre las conductas de las instituciones financieras, la labor de la regulación será más simple. En este sentido la transparencia en la información y el rol de las clasificadoras de riesgo son fundamentales.

### **2.1.9 Outputs**

A lo largo de toda esta sección hemos visto cada una de las partes que componen el Gobierno Corporativo, su funcionamiento y como estas interactúan en este Triangulo de Gobierno Corporativo.

En este triangulo se desarrolla un proceso de sinergia, creando un circuito de salida, donde las tres aristas entregan outputs, que en definitiva son la creación de valor de un buen Gobierno Corporativo.

Estos outputs son la medida de si el Gobierno corporativo esta creando valor o no, es decir si las acciones, junto al apego a las leyes y el desarrollo rebuenas practicas internas, como el desarrollo de autorregulaciones, provoca que le gestión del capital de esta empresa cree valor hacia los accionistas y en su buen desarrollo, lograr la repartición justa de ganancias hacia todos los relacionados e interesados en el funcionamiento de la empresa.

La manera de cuantificar y medir estos outputs es a través de índices de creación de valor, que permiten ver si se crea valor por parte de las prácticas de Gobierno Corporativo o no, en definitiva si el Gobierno Corporativo crea valor o no. Este punto será tratado en la segunda parte de creación de valor.

Se puede decir que este modelo en un óptimo resultado entrega estructuras eficientes de incentivos a la administración, esto determina la unión de objetivos entre los principales y agentes, dándole prosperidad a la empresa en una visión de largo plazo, ya que como vimos uno de los grandes problemas es vincular objetivos.

Por otro lado tenemos el logro de la repartición justa de ganancias, donde se involucran los intereses no solo de los accionistas, sino también de los administradores y del resto de la comunidad de negocios. Donde la responsabilidad social, estatutos sociales y la adecuada retribución a la labor de la alta administración, determina una armonía de estas partes con la empresa, determinando que el óptimo sea aumentar el valor de la empresa, a través de un adecuado proceso de creación de valor, donde cada uno reciba lo que le corresponde.

El proceso de creación de valor hacia los accionistas debe ser desarrollado de manera equitativa, donde los accionistas minoritarios no deberían ver mermadas sus posibilidades de ganancia, dada una menor participación de la propiedad, al ser ellos propietarios tienen derecho a influir en la gestión de la empresa, en el porcentaje que les corresponda.

En definitiva, los beneficios que entrega un buen modelo de Gobierno Corporativo, está en lograr mercados de capitales más desarrollados, en un nivel agregado e individual, un menor costo de capital para las empresas, con una consiguiente mayor inversión, y rentabilidad para los accionistas, determinando que los precios se encuentren mejor formados.

## **2.2 EVOLUCION DEL GOBIERNO CORPORATIVO**

Este modelo de Gobierno Corporativo, no se podría catalogar como único, sino que al contrario, es una estructura básica de comportamiento y de relaciones, donde interactúan las diferentes partes involucradas en este medio. Ahora, existen ciertos puntos tanto internos como externos del sistema, que dependerán del medio en el cual se desenvuelve y por lo tanto afectara su evolución y comportamiento.

Es probable que se piense que diferentes formas de desarrollo de los mercados financieros, afecten en forma diferente a las empresas. Por ejemplo la existencia de economías de escala en el monitoreo, hace particularmente eficiente a los bancos a la hora de vigilar a las corporaciones en comparación con inversionistas individuales. Por otro lado, el mercado de capitales presenta ventajas al agregar información dispersa que se encuentra en las manos de muchos pequeños inversionistas. En este mismo sentido, las inversiones que se benefician más de un adecuado monitoreo, son aquellas que se hacen en actividades tradicionales, donde la principal fuente de incertidumbre es la calidad del acreedor y la gestión de éste. En cambio, la capacidad de agregar información dispersa es más útil en el caso de actividades que involucren el uso de nuevas tecnologías, ya que es de mayor importancia evaluar el valor esperado de los proyectos a partir de diferente información con respecto al resultado final.

Es necesario tener en cuenta el efecto que tienen diferentes estructuras de Gobierno Corporativo sobre el desempeño económico de la empresa y como la etapa de desarrollo económico global afecta estas estructuras. Ahora, sabemos que no existe una estructura que domine a las diferentes situaciones, sin embargo, hay que tener presente que el mecanismo principal, por el cual una determinada estructura de Gobierno Corporativo mejora el desempeño económico agregado, es a través de su efecto sobre el desarrollo del mercado de capitales. Cuando la estructura de Gobierno Corporativo protege efectivamente los intereses de los inversionistas externos a la empresa, éstos estarán dispuestos a pagar más por las acciones y bonos corporativos. Es así, como por ejemplo, La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny, en una publicación en *The Journal of Finance*, “Legal Determinants of External Finance”, encuentran que en aquellos países que presentan un alto grado de protección a los accionistas se observa mercados accionarios con mayor valor de mercado, más empresas transadas y mayor frecuencia de ofertas iniciales de acciones.

Por otro lado, la forma de estructura corporativa que prevalezca en una economía dependerá de factores institucionales como leyes, regulaciones, eficiencia de la supervisión y del sistema judicial, entre otras. Por otro lado, en economías con adecuado grado de protección a los inversionistas, pero con inversionistas institucionales o bancos grandes en relación al tamaño de las empresas, y que no enfrentan restricciones respecto a sus inversiones en acciones, lo normal es observar la existencia de un número relativamente

reducido de inversionistas de tamaño grande. En último lugar, en economías en desarrollo con baja protección a los inversionistas y mercados de capitales poco desarrollados, se tiene un alto grado de concentración de la propiedad, con normalmente la presencia de algún accionista controlador y grupos económicos.<sup>55</sup>

En mercados desarrollados, el sistema de Gobierno Corporativo ha sido construido gradualmente y hoy día puede ser definido como un grupo de leyes, regulaciones, políticas, instituciones públicas, asociaciones profesionales y códigos éticos. En cambio en economías en transición muchos detalles de este mosaico se encuentran perdidos y con un pobre desarrollo; tratar de desarrollar un buen sistema de Gobierno Corporativo se hace muy difícil, por problemas como las estructuras de propiedad, una vaga y confusa relación entre el estado y el sector financiero, débiles sistemas legales y judiciales, ausencia o pobre desarrollo de instituciones y bajo nivel de las capacidades de los recursos humanos disponibles.

En general las empresas buscan desarrollar estructuras que se acomoden al marco existente en el país en que se encuentran. Sin embargo, el resultado final no siempre es el óptimo para todos los tipos de actividad económica, sobre todo por la etapa del proceso de desarrollo en que se encuentre el país.

En economías con baja protección a los accionistas, es muy posible que la estructura con inversionista único permita proveer financiamiento más barato que una alternativa con múltiples inversionistas. Así, la menor protección a los inversionistas a través de leyes, regulaciones y mecanismos corporativos aceptados como directores profesionales y otros, se ve en la práctica compensada por un aumento en la concentración de la propiedad.

Como hemos visto, a parte de las incidencias que el desarrollo de mercado y el crecimiento país tienen, la estructura de propiedad de las empresas es un factor importante que influye sobre las relaciones y de cómo estas, conjugándose con la situación país, se desarrollan y evolucionan en ciertos mercados.

La evidencia muestra que no se observa la existencia de una corporación constituida por una gran cantidad de accionistas pequeños, propietarios de acciones comunes, que no tengan otro rol en la empresa y que deleguen su autoridad en un directorio y un grupo de ejecutivos, a no ser que exista un adecuado grado de protección tanto a accionistas como a

---

<sup>55</sup> Lefort; “Gobierno Corporativo: ¿Qué es? Y ¿Cómo andamos por casa?” Cuadernos de economía. 2003

otros inversionistas, y que el mercado de capitales se encuentre desarrollado. La forma dominante de empresa, en el caso de que no se den estas condiciones, es la de estructuras con propiedad concentrada. Esto se relaciona estrechamente, con que el principal determinante de la estructura del Gobierno Corporativo es el grado de protección legal a los inversionistas.<sup>56</sup> Es en este punto es donde los estatutos sociales de la empresa juegan un importante rol, ya que este evita problemas entre los actores del Gobierno Corporativo, ya que da a conocer la posición legal de la empresa. Asimismo el pacto de accionistas permite el resguardo entre los inversionistas con respecto al manejo accionario, entonces esto, sumado a una adecuada legislación hacia una adecuada protección a los inversionistas, entrega el grado de protección necesario.

En la mayoría de las economías en desarrollo a nivel mundial, no existe un mercado de capitales suficientemente desarrollado como para generar un mercado por control activo y eficaz; sumando a esto que por lo general los incentivos a ejecutivos no son importantes y en muchos casos podrían usarse como un mecanismo adicional de expropiación.<sup>57</sup>

En economías con baja protección legal a los inversionistas, la mejor forma de protegerse parece ser eliminando el problema de agencia que se crea, aumentando la concentración en la propiedad de la empresa y generando un accionista controlador.

Este esquema de Gobierno Corporativo tiene, por supuesto el problema de que los accionistas minoritarios así como el resto de la comunidad de negocios, pueden salir perjudicados, ya que el controlador sólo financia un porcentaje de los costos asociados a la provisión de beneficios privados del control y, por lo tanto, puede ser óptimo para él desviarse de la política óptima, desde el punto de vista del valor de la empresa, para su propio beneficio.<sup>58</sup>

Esto provocaría que los inversionistas minoritarios se retiren del mercado de capitales, haciéndose más difícil para las empresas conseguir financiamiento. Este efecto explica que la figura económica más común en economías emergentes y en desarrollo, es el conglomerado o grupo.

---

<sup>56</sup> La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A., Vishny R; "Investor Protection and Corporate Valuation." Harvard University, 2000

<sup>57</sup> Jensen, M. y K. J. Murphy; "Performance Pay and Top Management Incentives", Journal of Political Economy, abril. 1990

<sup>58</sup> Jensen M., Meckling W. (1976); "Theory of the Firm: Managerial behaviour, agency cost and Ownership Structure". Journal of Financial Economics 3

El Conglomerado es un grupo de empresas dedicadas a negocios no necesariamente relacionados por el rubro, pero que tienen un controlador o accionista mayoritario común, que se puede encontrar relacionado mediante pactos o sociedades. Estos conglomerados ejercen control sobre las empresas afiliadas a través de diferentes formas, puede ser mediante estructuras piramidales, series accionarias preferentes y tenencias cruzadas de acciones.

Además de los problemas de expropiación a los accionistas minoritarios se ha argumentado que las estructuras tipo conglomerado generan otros costos económicos. En un conglomerado, el sistema de incentivos utilizado para alinear los objetivos de los dueños y los administradores es complejo, dado el mayor número de empresas y administradores, por lo que los problemas de agencia tradicionales podrían agravarse, a no ser que el conglomerado sea manejado directamente por sus dueños.<sup>59</sup> Por otro lado, el conglomerado puede producir problemas de mala asignación de capital, por una tendencia a la sobrediversificación, dado la dificultad de generar conocimiento especializado en muchas áreas simultáneamente.

A pesar de estos problemas, el uso extendido de estas estructuras en economías en desarrollo y emergentes, y sobre todo su persistencia en el tiempo, revelan que esta forma de organización demuestra algún tipo de beneficio respecto a otras estructuras corporativas en este tipo de economías.

Como principales razones que se encuentran para explicar que la afiliación a un conglomerado puede ser beneficiosa en una economía emergente, tiene relación con la disminución de problemas de mercado, causados por información imperfecta, escasa regulación, mercados de capitales poco desarrollados y corrupción.

Entonces los beneficios pasan por la creación de sinergias operacionales, administrativas y financieras entre las empresas concernientes al conglomerado, creando un mercado de capitales internos, permitiéndole ahorrar en costos de transacción y redistribuir capital entre los diferentes negocios del conglomerado. La organización a través de un conglomerado, puede constituir una adecuada estrategia de diversificación del riesgo.<sup>60</sup>

---

<sup>59</sup>McConnell J.J., Servaes H. ,”Additional evidence on equity ownership and corporate value.” Journal of Financial Economics 27. 1990

<sup>60</sup> Claessens S., Djankov S., Klapper L., “The Role and Functioning of Business Groups in East Asia and Chile.” Revista ABANTE, Volumen 2, N° 2.1999

Ahora viendo desde al perspectiva de una economía en vías de desarrollo, el buen desarrollo de un Gobierno Corporativo es importante porque permite el progreso de instituciones claves, las cuales dirigen la transformación de mercado necesaria, como la efectiva distribución de capital y desarrollo del mercado de capitales, permitiendo por un lado captar mayores inversiones extranjeras, como al mismo tiempo colocar y contribuir al proceso de desarrollo nacional.

En general podemos decir, que según el Teorema de Coase es un proceso de convergencia, tanto legal como funcional; de forma natural, mediante el cual economías subdesarrolladas, en cuanto a sus estructuras de Gobierno Corporativo y mecanismos de protección a los inversionistas, se mueve hacia patrones de economías desarrolladas.

Un buen sistema de Gobierno Corporativo requiere de una coherente y estricta regulación, la cual implica una urgente misión para los organismos de mercado en economías en transición. Existe un consentimiento respecto a que las economías con mayor grado de protección legal presentan mercados de capital más desarrollados, usan más financiamiento externo a la firma y son menos vulnerables frente a los shocks externos.<sup>61</sup>

### **2.2.1 Homologación de Gobierno Corporativo en mercados Globalizados**

El pensar en la integración de los mercados ya es un hecho, y que se tienda a niveles globales de estructuración, creación de cánones y reglas de conducta que rijan el accionar de los diferentes participantes, son consecuencias de lo mismo. Estos perfeccionamientos pueden ser desenvueltos a niveles de economías desarrolladas o en vías de desarrollo. Sería lógico pensar que esto ocurra así, ya que se pretende un mayor desarrollo de los mercados financieros, donde las fronteras, hace tiempo, que no son un impedimento para que empresas busquen financiamiento en otros mercados.

La necesidad de realizar procesos de adaptación a estándares globales, de transparencia y responsabilidad, pasa por el reto de transformar los códigos para diferentes mercados de manera de no incurrir en más costos para la empresa.

En ese sentido es que se han desarrollado diferentes instancias de acercamiento y de análisis del desarrollo más adecuado de los principios de buen gobierno corporativo para

---

<sup>61</sup> La Porta, R., F. López de Silanes, a. Shleifer y R. Vishny, “Corporate Ownership Around the World”, Journal of Finance 1999



los diferentes mercados, la OECD ha cumplido un rol fundamental en el desarrollo de este tipo de instancias. El Buen Gobierno corporativo es determinante para el desarrollo de adecuados grados de competitividad en el sector privado, de manera de que en términos de largo plazo sea capaz de tanto atraer, como retener capitales extranjeros. Es por eso que la OECD ha establecido junto con el Banco Mundial, mesas de conversación, que han probado ser un mecanismo eficiente para el establecimientos de estructuras, políticas de dialogo y intercambios multilaterales de experiencias en el tema. Permitiendo tener un acercamiento con las diferentes circunstancias de cada país y en especial de cada región. Hasta el momento existen cinco “Roundtables”, desarrolladas por la OECD: Asia, Euro Asia, América Latina, Federación Rusa y Europa Sur-este.

Los principales objetivos que se buscan con estas mesas de discusión son promover mejores gobiernos en la región, mejorar el entendimiento del Gobierno Corporativo, como la ayuda al desarrollo de responsabilidad en al elaboración de políticas, como también promover el dialogo sobre el Gobierno Corporativo entre el sector privado y publico, desarrollando un adecuado monitoreo de los progresos de las regiones, de manera de identificar las posibles necesidades de asistencia técnica, como también necesidades de hacer calzar insumos con necesidades en las diferentes áreas y por último informar a la comunidad internacional de las reformas tanto a nivel nacional, como regional.

Al margen de estos esfuerzos, se da la dicotomía de posiciones con respecto a qué es el estándar global; por una parte la visión que tiene organismos como el Banco Mundial y la OECD, es de aunar posiciones en busca de un estándar mas correlacionado con el comportamiento de los diferentes países y regiones en relación a sus prácticas de negocios. Pero por lo general se tiende a pensar, y los hechos fácticos lo determinan, que el pensar en un estándar globales significa pensar en las leyes y códigos de buenas practicas de los países desarrollados, determinando que las leyes y códigos que se realizan en países en vías de desarrollo tienden a ese objetivo, es decir, asimilarse más a los impulsos de países desarrollados. Pero tomar una posición con respecto a esta disyuntiva no tiene un sentido mayor que el de tratar de homogeneizar los estándares de los diferentes países, de manera que para el inversionista, no exista un costo en la información ni problemas externos a lo que es el buen manejo corporativo. Pero se puede decir que la regulación excesiva fomenta el conservadurismo y suprime la experimentación, de manera de crear un “Benchmarking”

dentro de cada empresa que cree un proceso de evolución propia hacia mejores estándares, pero claro está, que el control y sobre todo la confianza que transmite un mercado bien legislado en estas materias permite la obtención de mejores recursos hacia las empresas, como así mismo un mejor manejo de la información; entonces es necesario que las leyes den el adecuado respaldo que los inversionistas necesitan, pero al mismo tiempo no producir un efecto de coartar libertades inherentes de las empresas.

Dada la existencia de accionistas globales los países no buscan solo satisfacer la demanda interna, tanto de regulaciones como de códigos de Gobierno Corporativo, sino que al contrario, existen premisas básicas que deben empezar a ser asimiladas por los países con mercados menos desarrollados, en cierta forma la independencia regulatoria, es cada vez menor, como dijo Dieter Linneberg<sup>62</sup> en entrevista realizada, “los países chicos pasan a ser “Regulator Takers”, es decir que tienden a asumir los estándares de países mas desarrollados”, en este contexto se puede pensar que la SEC esta cumpliendo un papel de regulador internacional, siendo necesaria la negociación de cómo se aplica la ley Sarbanes-Oxley, para las empresas doblemente listadas y las implicancia de esta ley en las reformas a nivel de países menos desarrollados con mercados menos líquidos y pequeños.

Ahora llevando este tema a Chile, podemos ver que Chile cuenta con una regulación a nivel de países desarrollados, punto destacado de sobre manera por Álvaro Clarke, ex Superintendente de Valores y Seguros, en entrevista realizada.

Un ejemplo de esto es el informe realizado por el Departamento de Estudios para América Latina del Banco Santander Central Hispano, titulado “Slowly Moving in the Right Direction”, Chile se ubica como líder en la región en materias de protección a los inversionistas minoritarios. Asimismo recalca el esfuerzo del gobierno por impulsar proyectos legislativos importantes para el mercado de valores, como la Ley de Opas y las reformas al mercado de capitales, las cuáles estimularán con mayor dinamismo la inversión y el empleo.

Este estudio reconoce el esfuerzo realizado por Chile por acercarse a los estándares regulatorios de los países desarrollados, especialmente, respecto de los nuevos controladores y de los derechos de los accionistas minoritarios de manera equivalentes, todo ello, con el objeto de lograr mayor transparencia de la información y un mejor

---

<sup>62</sup> Asesor financiero de la Superintendencia de Valores y Seguros.

resguardo de la fe pública del mercado de valores. Entonces es necesario desatacar que cada país y mejor dicho, cada mercado evolucionará de acuerdo a los medios con los que cuente, ya que pueden existir diferencias en la composición de los diferentes estándares de buen Gobierno Corporativo, pero la base es indiferente del medio en el cual el Gobierno se desenvuelva.

Como mencionamos anteriormente, no existe un modelo de Gobierno Corporativo que funcione en todos los países ni compañías, es de la misma manera como existen diferentes códigos de “Buenas Practicas”, que toman en cuenta diferentes legislaciones, estructuras de Directorio y sobre todo practicas de negocios en esos países específicos. Si embargo existen estándares que se pueden aplicar a lo largo de todas las diferencias posibles de ambientes legales, políticos y económicos. En base a esto, el Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, de la OECD, en su informe "Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets", determino la existencia de principios centrales de buenas practicas de Gobierno Corporativo: Justicia, Transparencia y Responsabilidad. Estos principios centrales deben ser tomados como piedras angulares en la elaboración de los códigos de empresas, como así mismo en la estructuración de legislaciones de los países en vías de desarrollo.

## **II PARTE**

### 3. CREACIÓN DE VALOR

Es de común acuerdo que una empresa que no crea valor difícilmente pueda garantizar su existencia a largo plazo. Sin embargo, no todos están de acuerdo a la hora de determinar cuál es la forma más adecuada de evaluar si una organización destruye valor, ni cuál es la mejor fórmula para construirlo.

Como hemos visto el proceso natural de evolución de un buen Gobierno Corporativo ha determinado que los accionistas tengan cada día más información, sean más exigentes y juzguen al Directorio de manera más rigurosa. Como ya sabemos, este Directorio es nombrado por los accionistas para velar por sus intereses y para que hagan realidad sus expectativas. El reconocimiento y retribución del equipo directivo vendrán definidos por su capacidad de crear valor en la compañía y en definitiva a los accionistas.

Cuando nos referimos a creación de valor, tenemos que tener claro el espectro en el cual se desarrolla y dirige éste proceso. Se puede decir que la creación de valor va relacionada con el comportamiento de la empresa en términos de rendimiento y aplicación adecuada de estrategias, que le permiten obtener ventajas competitivas sostenibles en el mercado. Pero podemos definir de mejor manera este proceso de creación de valor, si lo identificamos como la maximización del valor de la inversión realizada por los accionistas, o dicho de otro modo, como la maximización de los beneficios tanto inmediatos como futuros de los poseedores de títulos. Es lógico por tanto que el conjunto de políticas que se lleven a cabo en las empresas sean coherentes con este objetivo de creación de valor.

En la actualidad, el concepto de creación de valor para los accionistas, es utilizado en numerosas compañías nacionales y multinacionales. En Estados Unidos, el 65% de las grandes empresas afirman haber adoptado la creación de valor para el accionista como su objetivo primordial. Es, no obstante, evidente que solamente un número relativamente reducido de empresas ha emprendido rigurosa y vigorosamente, programas de creación de valor. Entre estas empresas encontramos nombres como Coca-Cola, Quaker Oats, Reuters, Lloyds-TSB, Hoechst, Veba, General Electric, Briggs and Stratton, ICI, Boots, Novo Nordisk, entre otras.<sup>63</sup>

---

<sup>63</sup> “La creación de valor para los accionistas a través de la gestión”, Carmelo Medrano. Gestión, 26 de marzo de 2001

Como anteriormente vimos, los resultados contables no son suficientes para la gestión diaria y toma de decisiones en las compañías. Por lo mismo, cada día se otorga mayor interés e importancia al conocimiento y aplicación de medidas de creación de valor, y consecuentemente, a la capacidad de gestionarlo.

El concepto de la creación de valor hacia los accionistas en su contenido es simple, ya que supone que una compañía crea valor hacia éstos cuando la rentabilidad obtenida sobre el capital invertido sea superior al coste de dicho capital. Uno de los planteamientos desarrollados a raíz de este concepto se centra en la gestión estratégica y operativa de la compañía bajo criterios de creación de valor. Esta gestión y sus consecuencias en el mediano y largo plazo, tendrán inevitablemente su reflejo en la cotización. La creación de valor de esta forma considerada, tiene como punto de partida el concepto de valor de mercado de la compañía y su cálculo a través del descuento de flujos de caja.

La gestión de una compañía bajo criterios de creación de valor afecta absolutamente a todos los ámbitos y áreas de negocio de la sociedad: planificación y estrategia, marketing, finanzas, recursos humanos, ámbito operacional, análisis de inversiones, etc. Por lo mismo existen muchos parámetros de medición de ésta, que en definitiva, permiten ver en el global, si una empresa crea valor o lo destruye. Esto simplemente ocurre dado que para diferentes aspectos de la empresa existen mejores parámetros de medición, como también las relaciones que se han creado determinan como la empresa se desenvuelve en el medio y si están tomando las decisiones que le permiten el logro de sus objetivos. Podríamos nombrar relaciones con proveedores, canales o manejo operacional, como también la relación con los inversionistas, precios de acciones y políticas de largo plazo, o netamente índices financieros operacionales, como el retorno sobre el capital empleado. En definitiva lo que ocurre es que, en un adecuado proceso de creación de valor, éste verá en su formación el aporte de todas las partes de la empresa.

Finalmente la creación de valor debiera ser el objetivo de toda buena Administración, ésta debería basar los recursos y capacidades de la empresa, de manera de que la consecución de los resultados tenga relación con un adecuado proceso de creación. Este proceso de crear valor deberá ser conjugado en todo nivel y ámbito de negocios, tanto al interior como exterior de la empresa. Las decisiones que se tomen deberán seguir este fin, y

deberán ser llevadas de manera óptima a través de la Cadena de Valor, derivadas de las estrategias que deben apoyar la posición competitiva de la entidad económica.

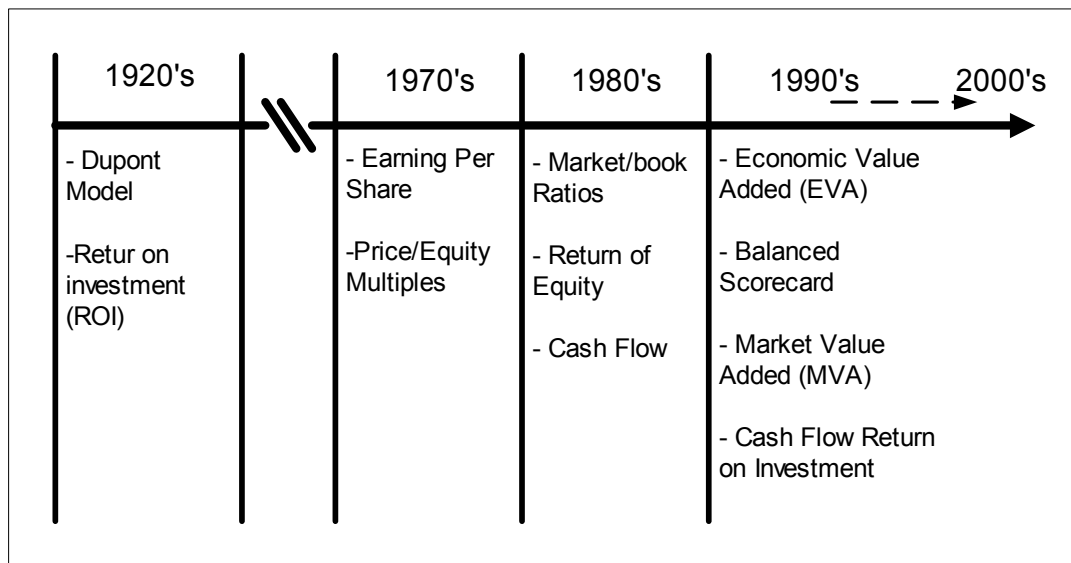
También conviene señalar que este objetivo de creación de valor para el accionista, no es incompatible con los intereses del resto de la comunidad relacionada con la empresa como son: clientes, proveedores, empleados y sociedad en general. En cualquier caso el objetivo de creación de valor es un objetivo puramente financiero y responde a un criterio puramente técnico y no de tipo filosófico. Es decir, que en la empresa los objetivos de maximización del beneficio o del dividendo han sido sustituidos por el objetivo único de creación de valor para el accionista y en definitiva para la empresa.

### **3.1 MEDICION E INDICES DE CRIACIÓN DE VALOR**

En los últimos años han surgido diferentes formas y modelos que apoyan y soportan la gestión empresarial en las compañías, todos ellos enfocados a mejorar la “Creación de Valor” en todos los ámbitos de la empresa. Las empresas se han dado cuenta que el valor “entregado” y/o “percibido” es uno de los aspectos claves en el desarrollo de sus mercados y negocios siendo en la actualidad, una de las herramientas de diferenciación estratégica de la competencia que más impacto está provocando.

Los Ejecutivos de estas empresas cuentan así con una gran cantidad de herramientas y modelos disponibles en el mercado que pueden utilizar para complementar o desarrollar una gestión integral de éstas en diferentes escenarios y cuya orientación está siempre enfocada hacia el aporte de valor.

Estas formas de control de gestión y de creación de valor han evolucionado a lo largo del tiempo, y han permitido establecer patrones y estándares comunes en los temas de control de gestión al interior de las compañías, lo que está haciendo que exista un adecuado consenso a nivel de los ejecutivos de la importancia de usar indicadores que permitan tener una clara medida del desempeño empresarial como del logro de objetivos, siendo la creación de valor uno de los primordiales, por no decir el más importante. Su evolución en las últimas décadas se muestra en la siguiente tabla:



Ahora la pregunta primordial es ¿cuál es la forma más adecuada de medir ese valor? Ya hemos analizado que es la creación de valor y la razón de este proceso tan importante para las empresas, pero ahora pasaremos a revisar los diferentes índices de medición de creación de valor. Para tener una verdadera visión de la creación de valor es necesario poder medir el valor creado en la empresa considerando no solamente el beneficio, sino también el coste que ha supuesto generar ese beneficio. En definitiva si el beneficio obtenido supera el coste de los recursos implicados, podremos decir, de una manera global, que se ha creado valor.

Dado los diferentes puntos de vista, al momento de medir la creación de valor en una empresa, es necesario analizarlo desde las diferentes visiones. Primero tenemos la visión de creación de valor interna de la empresa, donde se toman en cuenta índices como la tasa de rendimiento sobre el capital invertido (ROI), la tasa de inversión neta, el beneficio antes de intereses y después de impuestos, el periodo de ventaja competitiva, valor presente neto y el coste del capital medio ponderado, variable que es tomada en cuenta también en una segunda visión que corresponde a la de mercado, donde se toman en cuenta variables como la de valor agregado de mercado (MVA), capitalización bursátil, aumento del valor y rentabilidad para los accionistas, etc.

A continuación veremos los índices de medición de creación de valor más importantes. Luego, como muy bien es sabido, no basta con solo proponer una estructura y fijar índices de creación de valor, también es necesario su adecuado monitoreo y evaluación, este punto será abarcado al término de este apartado.



### 3.1.1 Tasa de rendimiento sobre el capital invertido (ROI)

El concepto de tasa de rendimiento sobre la inversión (ROI) parte de la idea básica de que existe una relación directa entre la tasa de inversión neta y el retorno de ésta. Este concepto nos determina que la condición necesaria para la creación de valor en la empresa es que cuando la tasa de inversión neta sea positiva, la rentabilidad de la inversión sea superior al coste de los recursos. Si ocurre esto, el paso siguiente será estimar la perdurabilidad del ROI por encima del coste del capital medio ponderado (WACC).

El ROI se determina de la siguiente manera:

$$\text{ROI} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Capital Invertido}}$$

El ROI se calcula dividiendo el Beneficio antes de Intereses, Impuestos y Amortizaciones (EBITDA, por sus siglas en inglés), entre el valor contable del capital invertido. Se postula que este es el elemento más importante en la empresa para la creación de valor. La empresa crea valor para sus accionistas siempre que la rentabilidad del capital, ROI, exceda al coste de los recursos.

El EBITDA es el beneficio que tiene una empresa financiada únicamente con recursos propios. En cuanto al capital invertido se excluyen para su cálculo las inversiones no operativas y las inversiones financieras temporales que no pertenezcan al giro de la empresa.

Esta definición de la rentabilidad del capital es una herramienta muy eficaz para valorar el resultado de la empresa, en comparación a otras basadas en la rentabilidad financiera (ROE) o en la rentabilidad de los activos (ROA), porque centra su atención en el resultado operativo de la compañía. Sin embargo al estar definida con valores contables los valores pueden estar distorsionados por las normas o criterios contables utilizados.

La rentabilidad sobre el capital invertido se debe analizar desde dos perspectivas:

- La rentabilidad de toda la inversión realizada en la empresa para evaluar la gestión de los recursos en la empresa.

- La rentabilidad sobre las nuevas inversiones en la empresa con el objeto de valorar la creación de valor por parte del nuevo capital. Esta diferenciación es muy importante ya que la rentabilidad del nuevo capital es un elemento clave en la creación de valor. Se debe resaltar que solamente se podrá calcular si asumimos que los cambios en el EBITDA de cada periodo se atribuyen únicamente a la nueva inversión y no a cambios en la rentabilidad del capital existente. Ya que de esa manera se va denotando el proceso continuo de creación de valor.

### 3.1.2 Tasa de Inversión Neta

Esta tasa es uno de los componentes más substanciales en la creación de valor. Esta tasa mide las nuevas oportunidades de inversión en relación con los flujos de caja generados por la empresa. Se expresa de la siguiente forma:

$$\text{Tasa de inversión neta} = \frac{\text{Inversión neta}}{\text{EBITDA}}$$

La variable Inversión neta se puede tomar también como la inversión bruta menos la depreciación. Se debe también tener en consideración cuales son las implicancias de la tasa de inversión neta sobre el crecimiento del EBITDA y sobre la estructura financiera de la empresa y como la empresa esta financiando la nueva inversión, si es a través de recursos propios o con capital ajeno.

### 3.1.3 Valor Presente Neto

El Valor Presente Neto (VPN) es una medida de la creación de valor para una empresa, asociado a las diversas alternativas y en especial a aquellas que se aceptan como buenas. Lo que mide en definitiva es el valor adicional que aporta una alternativa al valor de la firma, sobre las alternativas que se desechan. Esto determina el reconocimiento del valor del dinero en el tiempo y por lo mismo, la influencia de la tasa de descuento en la determinación del valor y en la entrega de valor hacia la empresa de un determinado proyecto. La creación de valor va por el lado de ver en que se están ocupando los recursos y

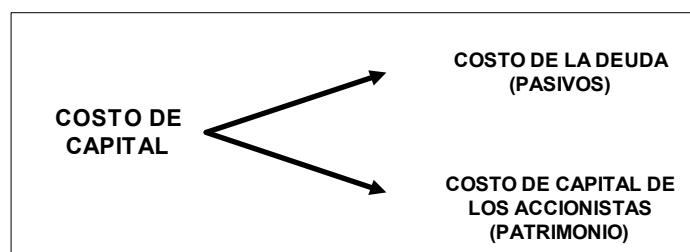
si estos se aprovechan de manera óptima, de forma de estar continuamente creando y no destruyendo valor con los recursos que la empresa dispone.

Ahora si nos centramos en el objetivo de creación de valor hacia los accionistas es de común acuerdo el afirmar que cuanto mayores sean los flujos y menor el riesgo representado por una menor tasa de descuento, mayor será la creación de valor.

### **3.1.4 Costo de Capital**

Cuando una firma invierte, los recursos que utilizan tienen un costo. Este costo puede ser lo que paga por utilizar el dinero de otros o el costo medido por lo que deja ganar al disponer los recursos para esa inversión.

Una firma obtiene los fondos de diferentes fuentes. Los accionistas, proveedores, empleados y la misma firma a través de reservas, ha provisto los fondos que utilizan para su actividad económica. El costo de capital es el promedio ponderado del costo de las fuentes de financiamiento de la empresa. El nombre completo de costo de capital es el de costo de capital promedio ponderado. También se le conoce por sus siglas en inglés: WACC.<sup>64</sup>



El primero es lo que paga la firma a sus acreedores por utilizar sus recursos, sean estos bancos, estado, empleados, proveedores de bienes y servicios, etc. El segundo es la remuneración que espera recibir el accionista por aportar su dinero, asumiendo los riesgos del negocio.

Para la determinación del costo de capital, se parte de dos elementos principales: la determinación del costo de cada fuente de financiamiento y la ponderación de éstas.

Si bien en teoría es muy sencillo el cálculo del costo de capital, en la realidad se complica por la dificultad que hay en la determinación exacta de las tasas para cada fuente

---

<sup>64</sup> Weighted Average Cost of Capital.

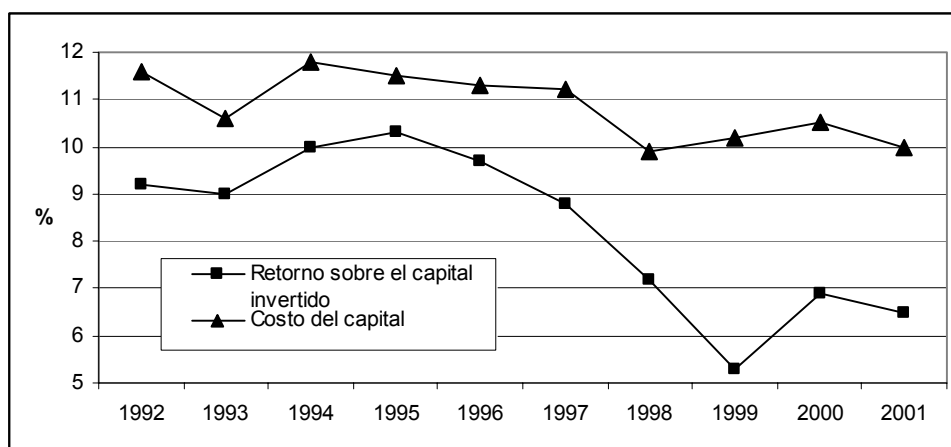
de financiamiento. Por eso mismo, la volatilidad de las tasas hace más difícil determinar un valor adecuado para la valuación.

Ahora podemos hacer una serie de acotaciones a dos tipos de índices como son el ROI y el Costo de capital. Por un lado esta relación, determina que cuanto mayor sea la diferencia entre el valor del ROI respecto del valor del coste del capital, mayor será la creación de valor en la empresa. Así mismo, la sostenibilidad de la tasa de rendimiento es un factor importante, esto es, el periodo de tiempo en el que la empresa tiene una ventaja competitiva, es decir el periodo de la ventaja competitiva, ya sea de mercado o de manejo adecuado de los recursos, por consiguiente en este periodo el ROI es superior al coste del capital y el valor actual neto de las inversiones nuevas en la empresa es positivo. Esto debería ser mantenible ya que, cabe la posibilidad de que un buen retorno del capital empleado, podría estar asociado a sólo un efecto cíclico o temporal, no siendo esta la idea de un proceso de creación de valor óptimo, con perspectivas de largo plazo.

Ahora si vemos el mercado chileno y cómo estas dos variables conjugadas nos explican si en Chile se esta creando o destruyendo valor. Vemos que en el estudio realizado por McKinsey e Icare en Julio del 2003, sobre el desempeño de varias de las compañías más grandes del país, que representaban arriba del 60% de la capitalización bursátil chilena. Concluye que en Chile la destrucción de valor es una práctica común, dado el comportamiento del retorno de la inversión y el costo de capital relacionado a ella.

**Gráfico 9**

**Creación de Valor de las mayores 40 empresas en Chile<sup>65</sup>**



<sup>65</sup> Fuente: Económica; Análisis McKinsey, Revista Capital julio 2003.

Podemos ver en el gráfico anterior que el costo de capital se ha mostrado superior y en algunos casos de manera excesiva, con respecto al retorno del capital empleado de las empresas analizadas.

### **3.1.5 Valor Agregado de Mercado (market valued added)**

Ahora viendo desde una visión de mercado, es decir de cómo el comportamiento de la empresa se refleja, tanto en la cotización, como en la ganancia de los tenedores de títulos. Nos encontramos con el análisis del valor agregado de mercado (MVA). Esto es el valor en exceso que el mercado asigna a la acción de una firma (el valor de venta de una firma sería el precio de la acción por el número de acciones), entonces:

$$\text{MVA} = \text{Valor de mercado} - \text{Valor de libro}$$

Se calcula por la diferencia entre el valor total de una empresa (incluyendo tanto el capital propio como el capital ajeno), y el total de los fondos aportados (tanto por accionistas como por deudores). Es decir, es la diferencia entre el valor de las empresas (valor de mercado) y el valor contable de las mismas (inversión inicial), que se ve a través de su valor de libro. Su objetivo es medir la creación de valor acumulada de una empresa.

En los puntos siguientes veremos primero, la explicación y forma de agregar valor definida por el profesor de el IESE, Pablo Fernández, Doctor en Finanzas Harvard University. En la cual el define que para llegar a la creación de valor para los accionistas, es preciso definir antes el aumento de la capitalización bursátil, el aumento del valor para los accionistas, la rentabilidad para los accionistas y la rentabilidad exigida a las acciones. Dejando claro que no es conveniente confundir la creación de valor para los accionistas con ninguno de los conceptos que serán abordados.

Luego analizaremos el Valor Económico Agregado (EVA, por sus siglas en inglés), concepto desarrollado por Stern Stewart & Co, que es un instrumento muy útil para la gerencia permitiendo medir la generación de riqueza que se está dando en cada uno de los departamentos y en las actividades de la firma, determinando la existencia o no, de un

adecuado proceso de creación de valor. Este elemento es muy importante, dado que mezcla las dos perspectivas de creación de valor, es decir la visión interna y externa de la empresa.

### **3.1.6 Capitalización Bursátil, Aumento del Valor y Rentabilidad para los Accionistas**

La capitalización de una empresa que cotiza en bolsa es el valor de mercado de la empresa, esto es, la cotización de cada acción multiplicada por el número de acciones. El aumento de la capitalización en un año es la capitalización al final de dicho año, menos la capitalización al final del año anterior.

$$\text{Aumento de la capitalización de las acciones}_t = \text{Capitalización}_t - \text{Capitalización}_{(t-1)}$$

Se tiende a pensar que el aumento de la capitalización accionaria es un índice claro de creación de valor, pero es importante no confundir el aumento de la capitalización de las acciones con el aumento del valor para los accionistas, ya que son dos conceptos distintos.

Se denomina aumento del valor para los accionistas a la diferencia entre la riqueza que poseen a final de un año y la que poseían al final del año anterior. Entonces podremos ver que el aumento de la capitalización de las acciones, forma una parte de lo que vendría siendo el aumento del valor para los accionistas.

A través del siguiente cuadro podremos ver los componentes de lo que se define como el aumento del valor para los accionistas:

<b>Aumento del valor para los accionistas</b>	<b>=</b>	<b>Aumento de la capitalización de las acciones</b> + <b>Dividendos pagados en el año</b> + <b>Otros pagos a los accionistas (reducciones de nominal, amortización de acciones, etc.)</b> - <b>Desembolsos por ampliaciones de capital</b> - <b>Conversión de obligaciones convertibles</b>
---	----------	---

De la misma manera, el aumento del valor para los accionistas no necesariamente es la creación de valor para los mismos. Primero que todo, para que se produzca creación de valor en un periodo, es preciso que la rentabilidad para los accionistas sea superior a la rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad para los accionistas es el aumento del valor para los accionistas en un año, dividido por la capitalización al inicio del año.

$$\text{Rentabilidad para los accionistas} = \frac{\text{Aumento del valor para los accionistas}}{\text{Capitalización}}$$

La rentabilidad exigida a las acciones es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. La rentabilidad exigida a las acciones dependerá de diferentes variables, como por ejemplo los tipos de interés de los bonos del Estado a largo plazo y del riesgo de la empresa. Lógicamente se exigiría más rentabilidad, una mayor prima por riesgo, a una inversión en acciones de una empresa con mucho riesgo que a una inversión en una empresa de menor riesgo, como así mismo a empresas en países con mayor riesgo que en países mas estables y desarrollados.

Entonces podemos decir que la rentabilidad exigida a las acciones:

$$\text{Rentabilidad Exigida} = \text{Rentabilidad de los bonos del Estado a largo plazo} + \text{Prima de riesgo}$$

Ahora podemos ver como se crea valor para el accionista. Se dirá que una empresa crea valor para los accionistas cuando la rentabilidad para los accionistas supera el coste de las acciones, que viene siendo la rentabilidad exigida a éstas. Dicho de otro modo, una empresa crea valor en un año cuando se comporta mejor que las expectativas.

La cuantificación de la creación de valor para los accionistas entonces, se realiza de la siguiente manera:

$$\text{Creación de valor para los accionistas} = \text{Capitalización} \times \left( \text{Rentabilidad accionistas} - \text{Rentabilidad exigida} \right)$$

Dicho de otro modo:

$$\text{Creación de valor para los accionistas} = \text{Aumento del valor para los accionistas} - \left( \text{Capitalización} \times \text{Rentabilidad exigida} \right)$$

Por consiguiente, la creación de valor es el aumento del valor para los accionistas por encima de las expectativas, que se reflejan en la rentabilidad exigida por los accionistas.

### **3.1.7 Valor Económico Agregado (EVA)**

El Valor Económico Agregado (EVA)<sup>66</sup> es la medida de desempeño financiero que se acerca más a la captura del verdadero valor del desempeño económico de la empresa. Sus creadores lo definen como el más directo enlace con la creación de riqueza hacia los accionistas. El EVA mide la diferencia entre la rentabilidad y el coste del capital de una empresa. Su definición es la siguiente:

$$\text{EVA} = \text{BAIDT} - \left( \text{CAPITAL} \times \text{COSTO DE CAPITAL} \right)$$

De manera más simple, EVA es los resultados operacionales después de impuestos (BAIDT) menos el apropiado peso que se le da al costo de oportunidad de todos los capitales invertidos en la empresa. De esta manera, el EVA es una correcta estimación del verdadero resultado o monto por el cual las ganancias exceden o no el requerimiento mínimo exigido por los accionistas y acreedores en general y así mismo tener una idea de lo que en comparación se pueden obtener invirtiendo en otras opciones de mercado.

<sup>66</sup> Siglas registradas por la consultora Stern Stewart & Co.



En otras palabras el EVA es calculado con la misma información que se necesita para elaborar los balances. Se toman las ganancias operativas netas después de impuestos restándoles el costo del capital utilizado para producirlas. Si es positivo el resultado la empresa obtuvo un valor económico agregado. Si es negativo significa que la compañía no le está devolviendo a los accionistas, el retorno mínimo que están dispuestos a obtener y la empresa por ende está destruyendo valor.

El EVA o renta económica, es la creación o destrucción del valor de toda la empresa generalmente para un periodo anual.

A través de meter todos los costos de capital dentro de una medición, EVA muestra el peso de ganancia que el negocio ha creado o destruido. En otras palabras EVA es la forma de obtener ganancia de la manera que los accionistas han definido. Por ejemplo, si los accionistas esperan un retorno de su inversión en un 10%, el negocio solo creará valor para ellos si al final la ganancia de las acciones, después de impuestos, supere el 10%. Todo lo demás será solo una compensación mínima aceptable por invertir en un negocio riesgoso.

El EVA ayuda a la administración a incorporar dos principios básicos de las finanzas en la toma de decisiones. El primero es que el objetivo principal de cualquier compañía debería ser la maximización de la ganancia de los accionistas. El segundo es que el valor de ésta depende del grado en el cual los inversores esperan que las utilidades futuras excedan o decaigan con respecto al costo del capital. Esto determina que un sostenible aumento del EVA traerá consigo incrementos en el valor de la compañía. Este tipo de medición, se puede decir que es efectiva en todo tipo de organización, desde mercados emergentes hasta los más desarrollados. Esto se debe a que el nivel del EVA no es lo importante, solo es trascendente continuos aumentos de este, ya que se reflejan en continuos aumentos de la riqueza de los accionistas, impactando directamente sobre el precio de las acciones.

Como dijimos anteriormente, el EVA mezcla información contable con información del mercado, haciéndolo un índice que mezcla dos visiones la interna de la empresa con la externa del mercado.

Aterrizando este tema a Chile podemos ver en un estudio realizado por Econsuld que el desempeño de las compañías chilenas en el período 1998-2002 fue negativo en términos de la creación de valor. Según este análisis, sólo 39 de 147 empresas estudiadas lograron un EVA positivo en el periodo.

El análisis mostró que el 27% de las compañías de la muestra sí logró crear valor. En cambio, las compañías que presentaron un EVA negativo fueron la mayoría, es decir las empresas donde la rentabilidad obtenida fue menor a la que se les exige de acuerdo al contexto en el que se desempeña. Es necesario partir de la base que el país paso por un fuerte periodo recesivo, donde el año 1998 fue el peor año para estas empresas en la medición de este índice, pero ha existido una mejora gradual mediante el pasar de los años, aunque el promedio el EVA sigue siendo negativo.

### **3.2 ANALISIS DE LOS INDICES**

Los cambios en el valor de la empresa y por tanto los cambios en el valor de su capitalización en el mercado dependerán principalmente de dos factores:

1. Expectativas de crecimiento de los flujos netos de caja que la empresa promete generar.
2. De los cambios en el riesgo de la empresa expresados por la tasa de descuento o coste promedio ponderado de los recursos.

Entonces al accionista lo que le interesara es, no solo lo que genere ahora la empresa, sino lo que puede generar en adelante, exteriorizándose en el valor de mercado de la misma. En otras palabras lo único que crea o destruye valor en un determinado periodo, no es el EVA ni en ROI ni el MVA, sino los cambios en las expectativas futuras a final de periodo con respecto a las mismas expectativas a principio del mismo. Sin embargo la contabilidad lo único que refleja son datos e información histórica, de manera que no contempla las expectativas de los inversores en la empresa. La información contable, el balance, las cuentas de resultados, reflejan la situación patrimonial en un momento determinado del tiempo. Por tanto, los métodos basados en información contable, como el EVA, no podrían medir correctamente la creación de valor.

Pero también es cierto que el valor actual del EVA futuro, coincide con el MVA (Market Value Added), diferencia entre el valor de mercado y el valor contable de la empresa. Pudiendo ser ocupados como métodos óptimos de valoración de empresas.

Además pueden ser ocupados como un indicador más de la gestión de la empresa, ya que consideran tanto los recursos que se utilizan, como el costo asociado a ellos.

Ahora índices de creación de valor para los accionistas, como el definido por el catedrático Pablo Fernández:

$$\text{Creación de valor para los accionistas} = \text{Aumento del valor para los accionistas} - \left( \text{Capitalización} \times \text{Rentabilidad exigida} \right)$$

Vemos el uso de valores de mercado, como la capitalización y factores propios de los accionistas, como es el aumento de valor de éstos, pudiendo ser este un indicador mas claro de creación de valora hacia los accionistas.

Apoyando esto, un estudio<sup>67</sup> analizó a 582 empresas americanas usando el criterio del EVA, de manera de evaluar la correlación de esta variable durante 10 años, con el incremento del MVA. La correlación promedio entre el aumento del MVA y el EVA fue solo de un 18% significativa. Donde 210 empresas, del total de la muestra, tuvieron una correlación negativa.

Así mismo, en este estudio se realizó un análisis de la relación entre la creación de valor para los accionistas y el EVA, durante el periodo 1991-1997, para las 28 mayores compañías españolas, existiendo solo una alta correlación en dos casos.

### 3.3 MONITOREO DEL PROCESO DE CREACION DE VALOR

Hemos visto a grandes rasgos, las diferentes maneras que se utilizan para medir si una empresa en particular esta creando o destruyendo valor, pero un elemento fundamental en este proceso de crear valor es la necesidad de monitorear como se crea este valor, es decir, si las practicas empresariales como las diferentes relaciones al interior de la empresa se están desarrollando de la mejor forma posible. Esto permite, en el caso de existencia de algún problema, identificar de manera más efectiva la causa e ir mejorando continuamente el proceso.

A comienzos de la década de los noventa, muchas empresas estaban percibiendo que los indicadores de rendimiento utilizados hasta el momento, en su mayoría medidas financieras, no reflejaban con claridad la realidad de la organización, ya que no incluían

---

<sup>67</sup> “EVA, Economic profit and Cash Value added do not measure shareholder value creation”, Pablo Fernandez, professor of financial management, IESE. Enero 2002.

gran parte del valor total de la organización: las relaciones con los clientes, la calidad del producto, la innovación, los recursos humanos y la tecnología.

A raíz de esta situación, Robert Kaplan, del Harvard School of Business y David Norton, del Nolan Norton's Institute propusieron "Balance Scorecard" (BSC).

La finalidad de esta herramienta era permitir el desarrollo de un enfoque mucho más proactivo en la medición del rendimiento de las empresas, al obtener indicios de lo que debía ser corregido y tomar decisiones de inversión a mediano y largo plazo.

Las empresas actualmente lo utilizan como un sistema de gestión, para fijar objetivos, para comunicar la estrategia a los empleados de modo que se puedan implementar nuevas ideas para contribuir a que la estrategia funcione y sobre todo para el monitoreo de estas acciones, permitiéndole un proceso de retroalimentación muy efectivo ya que nace desde adentro del sistema. Es decir es una herramienta para monitorear la Creación de valor bajo una debida planeación estratégica.

Al momento de implementar el BSC, la empresa debe tener en cuenta que la comunicación efectiva de parte de la alta dirección, es esencial. Los indicadores que se obtienen del BSC deben ser utilizados más como un dispositivo de comunicación que como medida de rendimiento; deben utilizarse para aprender y resolver problemas, en lugar de asignar culpables.

Esta metodología que logra integrar los aspectos de la gerencia estratégica y la evaluación del desempeño del negocio, incluye cuatro tipos de perspectivas: la financiera, de clientes, de procesos internos y del aprendizaje y crecimiento.

La financiera busca responder a las expectativas de los accionistas, centrándose en la creación de valor. La segunda perspectiva del cliente, es donde se busca responde a las expectativas de éstos, ya que de ello depende la generación de ingresos. La tercera perspectiva corresponde a la de procesos internos, donde se identifican los objetivos e indicadores estratégicos asociados a procesos claves. Y por último tenemos lo referido al aprendizaje organizacional y crecimiento, en torno a objetivos e indicadores que sirven como plataforma para el futuro desempeño de la empresa.

En definitiva este sistema lo que busca es reducir al mínimo la sobrecarga de información al interior de la empresa, como la información que sale y entra de ésta. También reunir en un solo informe elementos claves de la organización, permitiendo no

subestimar aspectos que tradicionalmente no son claves. Así mismo permite la correlación de varios aspectos importantes, permitiendo la visualización de los posibles efectos, de manera de tener una comprensión global de la organización, permitiendo tanto evaluar como monitorear la aplicación de estrategias y sobre todo el adecuado proceso de creación de valor de la empresa.

#### **4. EVIDENCIA INTERNACIONAL DE CREACIÓN DE VALOR**

Como hemos visto, los riesgos asociados a un pobre Gobierno Corporativo son tan reales, que en los últimos años se vienen desarrollado en muchos países un número considerable de reglas, códigos de práctica, políticas y lineamientos sobre el tema, y se organizan conferencias y foros internacionales proponiendo maneras y técnicas de medir racionalmente los riesgos del mismo. Este mismo interés ha determinado que este último año también haya sido uno de los con mayor resalte académico en estos temas, con mayor cantidad de estudios y publicaciones.

Uno de los principios de la OECD, enuncia que “los gobiernos juegan un papel central en la constitución del clima legal, institucional y regulatorio para el desarrollo de los Gobiernos Corporativos individuales, sin embargo, la mayor responsabilidad está en el sector privado”. Esto se debe al importante crecimiento del sector privado en el mundo y su contribución como generador de empleo y de riqueza, en un contexto en el que la responsabilidad social y la transparencia financiera son dos requisitos fundamentales para la prosperidad de los negocios.

El ejercicio de un buen Gobierno Corporativo, crea mayor valor para la empresa, realzando el valor para el accionista, reduciendo el riesgo para los inversionistas y acreedores. Es que en la actualidad encontramos en forma creciente que el tema de la evaluación de la calidad del Gobierno Corporativo en las empresas, forma parte integral de cualquier proceso de análisis de inversión ó financiamiento. Por lo tanto, no es un mito que tanto inversionistas nacionales e internacionales en mercados emergentes premian a las compañías que adoptan estándares rigurosos de Gobierno Corporativo. En parte, lo anterior, se explica por la tendencia mundial de los accionistas, de “empujar” a las corporaciones a mejorar las prácticas y estructura de sus Gobiernos.

Que el Gobierno Corporativo crea valor ya puede decirse que esta relativamente demostrado internacionalmente. Veremos en puntos subsiguientes mayores detalles sobre las evaluaciones y como se determina la fracción que corresponde al valor agregado de esto. Adelantando el tema de las evaluaciones e incluyéndolo en la evidencia internacional es necesario mostrar que existen estudios que evalúan a las compañías de mercados emergentes para encontrar evidencias que demuestran que el buen Gobierno Corporativo es recompensado. Analizando a grandes rasgos el estudio de Carlos Campos, Roberto Newell y Grez Wilson<sup>68</sup>, en que cada compañía se evalúa con respecto a una derivación de los 15 elementos de buen Gobierno Corporativo de la OECD. El resultado obtenido es que el buen Gobierno es recompensado con un mayor valor de mercado. Compañías que tienen un alto puntaje también tienen un mayor precio, incluso testeando y controlando otras variables que demuestren el desempeño financiero de la firma y otras características como el tamaño.

Las estructuras de Gobierno Corporativo son distintas y están evolucionando en el mundo. Esta evolución da oportunidades para la gestación y desarrollo de estudios referentes a este tema, ya que para muchos países existe muy poca evidencia empírica en los mecanismos de Gobierno Corporativo junto a las protecciones legales y estructuras de propiedad, puntos que han sido largamente estudiados en países desarrollados pero muy pocos en otras economías. Estos estudios deberían reflejar la concentración de la propiedad, que en mayor medida se debe a debilidades en los sistemas legales. Las evoluciones en los sistemas legales proveen experimentos naturales al Gobierno Corporativo, con lo cual se podrá determinar que aspectos son los relevantes y cuales son los efectos de los cambios. Al responder este tipo de preguntas aumentara en entendimiento del rol del Gobierno Corporativo alrededor del mundo.

Un estudio realizado por Dr. Rob Bauer<sup>69</sup>, donde mide el impacto del Gobierno Corporativo en el retorno del valor de la compañía (este estudio será detallado más adelante). Este estudio refiere especialmente a las compañías europeas demostrando que las compañías presentes en el portfollio de “buen Gobierno” anualmente superaban el rendimiento de las de “mal Gobierno” en un 2,97%.<sup>70</sup>

---

<sup>68</sup> “Corporate governance develops in emerging markets”, McKinsey, 2002.

<sup>69</sup> “Good corporate governance pays off!”, Dr. Rob Bauer, Chief research officer of ABP y Profesor en Maastrich University. Abril 2002.

<sup>70</sup> Efectuada con el rating Deminor.

Pero en pleno siglo XXI, aún no queda realmente claro, sobre todo en Latinoamérica, acerca del verdadero valor agregado que puedan tener las prácticas de buen Gobierno Corporativo, no obstante ya comienzan a mostrarse evidencias del mismo.

Como hemos expuesto en el mundo entero los inversionistas están dispuestos a pagar más por una compañía que los proteja y resguarde sus derechos. Esto se suma a que una sólida autoridad Corporativa puede fácilmente reducir la volatilidad del mercado, alentar la inversión y promover la productibilidad sustentable junto al crecimiento, en definitiva agregar valor al accionista y a la comunidad en general. Además la interdependencia del desarrollo internacional, a pesar de las diferentes culturas y prácticas de negocios; hace que la práctica del buen Gobierno Corporativo atraiga más fácilmente capital foráneo.

En un estudio realizado en 1999 por Mckinsey&Co<sup>71</sup>, se observó que 80% de los inversionistas estarían dispuestos a pagar un mayor precio por acciones de compañías con buen Gobierno Corporativo. Mientras que el 25% manifestó que, a la hora de tomar decisiones, las prácticas de buen Gobierno Corporativo eran tan o más importantes que el desempeño financiero. Y los aspectos de más importancia para los inversionistas, ordenados de mayor a menor, fueron: respeto a los derechos de los accionistas, independencia de los administradores, transparencia en la presentación de información.

Por otra parte, es importante señalar que cuando existen sospechas de malas prácticas en el Gobierno Corporativo de una empresa y las acciones de ésta son negociadas en cualquiera de las principales Bolsas de Valores del mundo, su cotización por lo general, estará siempre por debajo del valor que debería tener, considerando el real valor económico de la empresa. Por lo tanto el buen manejo del Gobierno Corporativo en las empresas toma vital importancia para una eficiente economía de mercado, tanto en las economías desarrolladas, como en aquellas en vías de desarrollo. Los accionistas y acreedores financieros deben tener acceso a suficiente y adecuada información, además de poder influir en la administración de la empresa; internamente, mediante procedimientos adecuados de Gobierno Corporativo, y externamente, por medio de mecanismos legales y regulatorios. De esta manera se asegurará que los activos de las empresas sean utilizados de una manera eficiente y racional.

---

<sup>71</sup> Investors Opinion Survey

Uno de los problemas a los que se enfrentan los inversionistas y financistas, es que no existen aún estándares de comparación desarrollados (“benchmarks”) de buenas prácticas de Gobierno Corporativo alrededor del mundo. Y, aunque existen sistemas como el de “scoring” que veremos a continuación, aún no son lo suficientemente “masivas” en economías emergentes. Además es muy difícil poder tener un modelo único para el buen Gobierno Corporativo, ya que diferentes sistemas legales, marcos institucionales, diferentes tradiciones alrededor del mundo condicionan esta situación. Sin embargo, un aspecto común a todos los regímenes, es el alto grado de prioridad que se asigna a los intereses de los accionistas, que confían sus fondos para que sus se inviertan de la manera más eficaz y efectiva. De esta manera, las mejores organizaciones reconocen que la ética empresarial y la preocupación corporativa por los intereses sociales y de medio ambiente pueden tener un alto impacto en su reputación y por ende, en su desempeño corporativo.

Para demostrar las distintas formas de ver el Gobierno Corporativo, vamos a mostrar distintas maneras de evaluar y ver este sistema. Por ejemplo, el caso de Rusia, donde se analiza el modelo de riesgo del Gobierno Corporativo con el “Russia Equity Research”<sup>72</sup>, donde, entre otras cosas, se explica que el gobierno de Rusia adopta un código con tal de mejorar el atractivo para los inversionistas. Este sistema se utiliza desde el año 2000, y esta enfocado en agrupar los riesgos implícitos del Gobierno Corporativo dentro de categorías de modo de poder evaluar su progreso. Lo interesante de esta evaluación es que además de puntuaciones positivas existen penalizaciones que restan puntos que se verán finalmente reflejados en el rating. Adentrándonos en este código, a grandes rasgos tiene dos objetivos, primero un rol educacional, mostrando a las compañías como mejorar su sistema, y el segundo muestra mecanismos de cómo mantener los beneficios de un buen Gobierno.

Lo anterior podemos compararlo con lo que generalmente demuestra que el buen Gobierno Corporativo se premia, las acciones. GovernanceMetrics International investigó sobre 1600 compañías de todo el mundo el reflejo del Gobierno Corporativo en las acciones. El estudio cuantifica por decirlo así “que las compañías con un Gobierno Corporativo débil se quedan a la zaga del rendimiento de mercado”. Lo interesante de esta

---

<sup>72</sup> Marzo 13, 2002



investigación es que por primera vez se han puesto números a algo que antes se percibía más como arte que como ciencia.<sup>73</sup>

Entre todas las compañías evaluadas por GovernanceMetrics, las compañías con peores calificaciones tuvieron un rendimiento de un 5,4% en los 12 meses que finalizaron el 12 de agosto de este año, en comparación con el 11% alcanzado por todas las acciones calificadas.<sup>74</sup> Durante el período de tres años, también las peores corporaciones perdieron un promedio del 13% anual, comparado con una pérdida del 1,8% en todas las compañías.

El juzgar la autenticidad de un buen Gobierno no es fácil, de hecho ésta última investigación utiliza 600 criterios que van desde la independencia del auditor hasta los conflictos de interés entre los principales ejecutivos para poder tener conclusiones cercanas a la realidad. Los criterios tienen distintas ponderaciones según las áreas a cuales pertenecen, por ejemplo la de mayor importancia están en la categoría de “Responsabilidad del Directorio” (centradas en la independencia de la junta directiva y las participaciones accionarias de los directores, entre otros), y “Transparencia Financiera y Controles Internos”, que incluye la independencia de los auditores y la autenticidad de los estados financieros de la compañía.

Volviendo al tema de penalización y recompensa del Gobierno Corporativo, podemos referirnos al estudio de Rob Bauer,<sup>75</sup> donde se quiere demostrar que el buen Gobierno Corporativo se recompensa. En este estudio se examina el impacto en los retornos de las acciones, valor de la compañía y el desarrollo de las firmas incorporadas en la Unión Monetaria Europea. En este estudio se utilizaron los ratios del “Deminor”<sup>76</sup>, en el cual las compañías tienen una puntuación a partir de 300 criterios. Se busca encontrar una conexión entre el Gobierno Corporativo y la formación de los precios de las acciones, el valor y beneficios de la compañía, cosa que en general fue observada en forma de correlación positiva. La diferencia en el performance, después de correcciones de influencias por sector, fue de tres por ciento anual. Cosa que claramente demuestra que los portafolios de buen Gobierno Corporativo se comportan mejor que los de mal Gobierno.

---

<sup>73</sup> [www.gmirating.com](http://www.gmirating.com)

<sup>74</sup> El índice del Promedio Industrial Dow Jones ganó un 9,7% en el mismo período.

<sup>75</sup> “Good corporate governance pays off”, Dr. Rob Bauer, Chief research officer of ABP y Profesor de Maastrich University. Abril 2002.

<sup>76</sup> [www.deminor-rating.com](http://www.deminor-rating.com), Raitings diseñados para comparar Gobiernos Corporativos en base a información pública.

### Cuadro 11

#### Diferencia en retornos entre “buen” y “mal” portafolios de Gobierno<sup>77</sup>

Estándar	2.10%
Corrección por riesgo	1.58%
Corrección por riesgo y sector	2.97%

De la tabla anterior podemos ver que el “buen Gobierno” tiene un comportamiento mejor al “mal Gobierno” en 2,97% anual. Además se concluyó que un 1% de mejora en el rating “Deminor” se transforma en 0.14% en el valor de la compañía. Esto demuestra que los inversionistas están dispuestos a pagar más por un mejor rating, es decir, por una mejora en el rating de Gobierno Corporativo. En conclusión este estudio muestra que portafolios con altos estándares de Gobierno Corporativo tienen mejores resultados que compañías con peores estándares. Lo que es necesario aclarar es que la corta historia del rating “Deminor” requiere de interpretaciones cuidadosas.

A pesar de esta corta historia este estudio se ha ido consolidando como el “más sofisticado” para el análisis de las compañías europeas, además mostrando que este año la importancia esta especialmente a los temas referidos con la independencia de los directores, los roles del CEO y los servicios (de auditoria y de no-auditoria) proveídos por auditores externos.

Para mostrar lo que es realmente el rating Deminor, mostraremos los resultados de este para el año 2002. Primero lo importante de este año es la importancia dada a la independencia de los directores, los roles del “chairman” y el CEO y los servicios de auditoria y no auditoria proveniente de factores externos. El estudio “Deminor” da ratings performance por país, los cuales pueden mostrar mejoras en el tiempo, por ejemplo los cambios por adopción de códigos en Alemania y Suiza (Kodex y el código Suizo respectivamente). Finalmente para año 2002 se llegó a la conclusión de que el mayor logro fue por este implante en Alemania.

---

<sup>77</sup> Sumario de resultados empíricos (porcentajes anuales)

## **5. ÍNDICE DE PUNTUACIÓN PARA EL GOBIERNO CORPORATIVO EN LA EMPRESA.**

### **5.1 CONCEPTO DE ÍNDICE DE GOBIERNO CORPORATIVO.**

Un índice de Gobierno Corporativo refleja la valoración de las prácticas y políticas de una compañía en particular y, como la extensión de estas normas sirven al interés de los stakeholders, con un claro énfasis en los intereses de los accionistas. Para este propósito, el scoring incorpora las interacciones entre los Accionistas (a través de la Junta de Accionistas), el Directorio, la Administración, y los Stakeholders.

El establecimiento de estándares de Gobernanza por parte de empresas individuales, puede ser reflejo del cumplimiento de estándares externos impuestos por algún organismo. Al mismo tiempo, en países donde el ambiente externo es frágil e inestable, estas prácticas corporativas individuales pueden reflejar la intención, por parte de las empresas, del desarrollo de mecanismos para compensar la débil infraestructura externa. Son estas razones con extrema fuerza, las que impulsan la creación de indicadores que permitan monitorear la evolución de las prácticas para, en primer lugar, poder diferenciar a las empresas en ambientes extremadamente competitivos y donde los puntos de paridad son demasiados altos y, donde el Gobierno Corporativo ya no es una diferenciación. En segundo lugar en aquellos países donde queda mucho por hacer, metodologías como la que propondremos más adelante, servirán para demostrar y cuantificar las relaciones *causa–efecto* de las políticas e iniciativas que se lleven a cabo.

#### **5.1.1 Existencia de Índices Actuales para la Medición de Gobierno Corporativo.**

En la actualidad existe la necesidad de crear una medida, a través de un scoring, que permita a los inversionistas identificar de forma rápida y segura la gestión relativa de Gobierno Corporativo de las compañías. Es esta la razón que explica que los ratings han sido impulsados y desarrollados por organizaciones o firmas privadas, por lo general del área de la consultoría que se han especializado en esta materia.

Dentro de los escasos scores que se han impulsado, los principales índices que se encuentran son: Governance Metrics Internacional (GMI), Institucional Shareholders

Services (Corporate Governance Quotient), Moody's Investors Service (Corporate Governance Assessment), Standard & Poor's (Corporate Governance Scores), Deminor Rating's (Corporate Governance Research), The Corporate Library (Board Effectiveness Ratings), The Investors Responsibility Research Center, y por último Corporate Governance Analycer de Brunswick UBS Warburg. A continuación presentamos una tabla que resume e identifica, cualidades y diferencias de los aspectos propios de cada índice.

Índice	Origen	Fecha 1ª Rating	Países Incluidos	Basado en:	VARIABLES DE ANÁLISIS	Características de la Rating	Metodología de la Investigación	Periodicidad
1 Governance Metrics International GMI  www.gmiratings.com	USA	2002	Canadá UK  Australia Finlandia Alemania Suecia Italia  Portugal Holanda España Suiza Francia Japón USA	Principios de la OECD	Accountability del Directorio Internos y Desglose Financiero  Derechos de los Accionistas Remuneraciones Ejecutivos Defensas contra tomas por el Control Estructura de Propiedad Conducta Corporativa	Controles  Escala de 1 (mínimo) a 10 (máximo). Modelo Algorítmico asigna puntaje.  Rating Relativo. Las empresas se rankean por País, industria y Globalmente Distribución Normal de los puntajes.	Análisis de Información Pública  600 Parámetros que se miden Respuestas posibles a los parámetros: Si, No, No Mostrado Envío para Revisión de Datos a las Empresas. Actualización de Datos para cada Estudio.  Entrevistas para Comprehensive Rating	Cada 6 Meses
2 Institutional Shareholder Services ISS Corporate Governance Quotient (CGQ)  www.issproxy.com	USA	2002	Rating USA Rating Internacional Australia Canadá Francia Japón UK		Estructura y Composición del Directorio Códigos y Normas de la Empresa Auditoría. Defensas de Tomas por el Control Remuneraciones de Ejecutivos y Directores Prácticas Progresivas Estructura de Propiedad Educación de los Directores	Escala de 0 a 100%. Las empresas se rankean por Industria y Globalmente Rating Relativo.	Análisis de Información Pública Respuestas posibles a los parámetros: De 1 a 5.5 máximo 61 Parámetros que se miden Empresas pueden solicitar revisión	Cada 4 Meses
3 Moody's Investors Service Corporate Governance Assessment www.moody's.com	USA	2003	USA Canadá      Council Of Institutional Investors  TIAA-CREF The Conference Board	Estándares NYSE Principios de la OECD National Association of Corporate Directors	Directorio Derecho a voto de los Accionistas y otras prerrogativas de la Propiedad  Información Pública Estructura Regulatoria y Legal Local Prácticas Relacionadas y Compensaciones	No tiene Scoring No es Rating Cuantitativo	Análisis de Información Pública Entrevistas	Cada 12 meses
4 Standard&Poors Corporate Governance Scores  www.standardandpoors.com	USA		USA UK Japón Corea Australia  Japón	Principios de la OECD Banco Mundial TIAA-CREF CACG Gidelines European Association of Security Dealers	Relaciones y Derechos Financieros de los Accionistas Estructuras e Influencia de la Propiedad Transparencia Financiera y Desglose de la Información Estructura y Procesos del Directorio	Escala de 1 a 10. 10 es máximo	CGS es asignado a cada Compañía por Comité Entrevistas de los Analistas de S&P con la administración y directores Independientes  Análisis de Información Pública	
5 Deminors Rating Corporate Governance Research  www.deminor-rating.com	Bélgica	1999	Francia Italia  Alemania Holanda Luxemburgo Suiza España Suecia UK	Estándares Internacionales	Derechos y Deberes de los Accionistas Desglose del Gobierno Corporativo Rango de Defensas Contra Tomas de Control Estructura y Funcionamiento del Directorio	Análisis Grid Escala de 1 (mínimo) a 5 (máximo)	Análisis de Información Pública Información Adicional Los datos consolidados son procesados por el Análisis Grid 300 Criterios Comité asigna puntaje Rating es asignado a cada variable	Cada 12 meses

Índice	Origen	Fecha 1ª Rating	Países Incluidos	Basado en:	VARIABLES DE ANÁLISIS	Características de la Rating	Metodología de la Investigación	Periodicidad
Otras Indices								
6 The Corporate Library Board Effectiveness Rating www.thecorporatelibrary.com	USA	1999*	USA		Compensación al CEO Directores Externos Estructura del Directorio Auditoria	Escala de A (máximo) a F (mínimo) Rating a través de formula Centralización en valores y riesgos Número pequeño de indicadores dinámico	Formula de identificación de Red Flags* Indicadores estadísticos que miden la debilidad del Gobierno Formula no basada en industrias, si no en características de propiedad. Siguiente paso: Analizar detalladamente el directorio y decisiones históricas.	
7 The Investors Responsibility Research Center IRRC www.irrc.org					Practicas del directorio Derechos de los Accionistas Comités del directorio Directores Plan de incentivos al CEO		Más de 70 Criterios	
8 Brunswick UBS Warburg Corporate Governance Analyzer www.bubsw.com	Rusia	2000	Rusia	Códigos de Gobierno Corporativo Ruso	Baja transparencia Acciones Dilución Iniciativas de Gobierno Corporativo Precios de transferencia y activos la Propiedad Fusión y reestructuraciones	Registro de Acciones Quiebra Restricciones a la Propiedad	Análisis de Información Pública. Puntos de penalización por no cumplir estándares. 20 criterios Cada criterio/variable tiene distinto puntaje. Metodología simple (sumatoria de puntos)	Cada 12 meses

### **5.1.2 Características de un Índice para ser Relevante.**

Para el análisis que desarrollaremos de los índices expuestos en la anterior tabla, hemos excluido a los siguientes indicadores: Board Effectiveness Rating de The Corporate Library, el índice de The Investors Responsibility Research Center y, el Governance Analyser de Brunswick UBS Warburg, por no cumplir con criterios de evaluación y comparación globales, los que los convierte en índices localistas y por ende no comparables, esto sumado a la escasa información pública entregada por las instituciones antes mencionadas.

Si bien es cierto que todos tratan de medir el mismo concepto, Gobierno Corporativo, existen diferencias entre los criterios usados para la implementación de estos índices.

En primer lugar, para que un Rating posea mayor credibilidad, debe ser creado, desarrollado y obtenido por una organización de carácter independiente, con el objeto de eliminar cualquier problema referente a un conflicto de Interés. En este sentido destacan los scores de Moody's y Standard & Poor's, ya que son agencias en que su giro principal no es exclusivo del índice de puntuación del Gobierno Corporativo, de modo que garantizan, con respecto a los otros scorings, una mayor independencia. Sin embargo, el índice elaborado por Moody's es un complemento a su clasificación crediticia, revelando así una desventaja frente al scoring de Standard & Poor's, ya que el análisis utilizado enfatiza los puntos que afectan el riesgo del negocio, no es cuantitativo, y por lo tanto no es un análisis del Gobierno propiamente tal.

Un segundo factor para determinar la relevancia de un índice, son las variables consideradas en cada rating. Para este caso, destacan el Corporate Governance Research de Deminor Rating y el scoring de Governance Metrics Internacional. Ambos índices, a diferencia de los otros, abarcan un conjunto de variables que explican, de una forma más completa y global, el correcto significado de Gobierno Corporativo, ya que incluyen además factores que abarcan a los Stakeholders y a la Responsabilidad Corporativa. Estableciéndose diferencias con los otros índices que se sesgan en variables de menor relevancia o se concentran en algunas variables, como puede ser el Directorio.

Por último, la tercera variable discriminante es que tipo de benchmarking realiza cada índice. Se debe favorecer aquellos que permitan una adecuada clasificación y comparación.

Para esto cada scoring debe elaborar índices locales, es decir, a nivel de países, como también a niveles superiores, los que pueden ser a nivel de industria o país. Según este criterio, destacan los ratings de Deminor y GMI.

## **5.2 ÍNDICE DE PUNTUACIÓN PARA EL GOBIERNO CORPORATIVO**

### **CHILENO (IPGC).**

#### **5.2.1 Introducción**

Para que cualquier índice de Gobierno Corporativo sea de relevancia, deben basarse en algunos de los principios que se han promulgado globalmente.

Los tres principios propuestos por la OECD son un excelente parámetro por el cual algunos scorings ya existentes se rigen. Estos principios hacen referencia a la Justicia, la Transparencia y el Accountabilitty, los que representan un esfuerzo importante para establecer criterios que se puedan homologar en múltiples jurisdicciones.

El scoring que propondremos es de una metodología y elaboración simple, pero no por ello será incompleto. De hecho, a diferencia de los aquí ya presentados en la sección anterior, se diferencia por evaluar aspectos nuevos.

Para esto, los principios ya mencionados establecen un excelente marco. Sin embargo, la base o lineamientos para construir el IPCG serán específicamente: la Justicia, la Transparencia y, la Probidad.

El IPGC representará una opinión independiente, que se basará en criterios transparentes y en un proceso estandarizado y analítico, siendo lo más significativo que representa la opinión de personas que no ostentan conflictos de interés de ningún tipo. Por lo tanto no corresponderá ser interpretado de otra forma como la de un rating que evaluará, monitoreará y valorizará las prácticas y políticas realizadas por las empresas en lo que compete a Gobierno Corporativo. Por consiguiente, se deben eliminar perspectivas como recomendaciones para la ejecución de acciones o cursos específicos.



### **5.2.2 Proceso Analítico y Puntajes.**

Se han desarrollado dieciséis normas estandarizadas que guiarán el análisis investigativo. Esto se ha impulsado con el objeto de eliminar juicios subjetivos que pudiesen sesgar el IPGC para una empresa determinada.

La información será recibida a través de canales formales y claramente establecidos, los cuales podrán ser documentos oficiales tales como formularios, estados financieros, y comunicados de prensa, o información dada conocer por medios periodísticos escritos, visuales o de otro tipo y, también Websites oficiales de las empresas como de otros organismos.

El IPGC será el resultado de la ponderación de los componentes, los que se evaluarán en una escala entera de uno (peor calificación o inexistencia de la norma o práctica) a siete (la mejor calificación, excelente práctica o política de interna de la empresa), en valores enteros.

Las variables las hemos agrupado en cuatro componentes o grupos, los que evaluarán los estándares de las compañías individuales. Los cuatro componentes con sus subcategorías son:

#### **Componente 1: La Propiedad.**

Subcategorías:

- Transparencia.
- Concentración de la Propiedad.
- Derechos de Votos y Dividendos.
- Pacto de Accionistas.

#### **Componente 2: Desglose de Información y Transparencia financiera.**

Subcategorías:

- Independencia e Integridad de las Compañías Auditoras y Clasificadoras de Riesgo.
- Homologación de Estándares Internacionales.
- Valor Justo.

**Componente 3: La Administración.**

Subcategorías:

- Remuneración y Compensaciones de Directores y Ejecutivos.
- Estructura y Composición del Directorio.
- Existencia de comités en el Directorio.
- Rol de Directores Independientes.
- Resultados.
- Conocimiento y Potencialidad de la Alta Administración.

**Componente 4: Resto de la Comunidad del Negocios.**

Subcategorías:

- Responsabilidad Social de la Empresa
- Historial de Cumplimiento
- Política de Recursos Humanos

A continuación la tabla muestra los componentes con sus respectivas sub-categorías, detallando, si es el caso, los aspectos incluidos.

n°	%	Componente	Sub-Categoría	Incluye
1	25	Propiedad.	a) Transparencia.	Formas y procedimientos que establecen los Estatutos para: las votaciones en JOA y llamar a JEA . De la Propiedad.
			b) Concentración de la Propiedad.	
			c) Derechos de Votos y Dividendos.	
			d) Pacto de Accionistas.	
2	18,8	Desglose de Información y Transparencia Financiera.	a) Independencia e Integridad de las Compañías Auditoras y Clasificadoras de Riesgo.	Operaciones Relacionadas de Directores y Altos Ejecutivos en la Compra - Venta de Acciones y Prestamos a Ejecutivos.
			b) Homologación de Estándares Internacionales.	Principios contables: US GAAP, IAS, otros.  Emisión de Instrumentos Homologados Internacionalmente como: ADRs, Bonos o Efectos de Comercio.
			c) Valor Justo.	Precios de Transferencia y Transferencia de Activos.
3	37,5	Administración.	a) Remuneración y Compensación de Directores y Ejecutivos.	
			b) Estructura y Composición del Directorio.	
			c) Existencia de Comités en el Directorio.	
			d) Rol de Directores Independientes.	
			e) Resultados.	Logro de Metas.
			f) Conocimiento y Potencial de la Alta Administración	Permanencia (Años promedio en la empresa), Edad (Años promedio de la Alta Administración), Educación (Postítulos) e Idiomas (Calidad y cuales).
4	18,8	Resto de la Comunidad de Negocios.	a) Responsabilidad Social de la Empresa (RSE).	Normas Medioambientales (Cumplimiento/Políticas de la Empresa/Iniciativas). Conciencia Social. Derechos del Consumidor.
			b) Historial de Cumplimiento.	Pago a Proveedores. Protestas en el Sistema Financiero (Letras, Cuotas, Cheques, Pagares, Otros). Empleados (Pago de Previsiones e Imposiciones). Procesos Judiciales y Litigios (Privados o con Organismos Gubernamentales)
			c) Política de RRHH.	
100				

### 5.2.3 Lineamientos para la puntuación de los componentes.

#### 5.2.3.1 *La Propiedad.*

Es esencial entender y conocer la estructura propietaria de la empresa, especialmente cuando existe un bloque de accionistas o un grupo controlador que posee una importancia significativa sobre el patrimonio y, por tanto, sobre las decisiones estratégicas. Al mismo tiempo la existencia de una propiedad diluida, o una amplia gama de registros, hace dificultosa la tarea de realizar un análisis de la concentración accionaria, ya que se puede presentar una estructura propietaria cruzada con un variado grupo de sociedades e individuos.

La existencia de un grupo controlador, o accionista mayoritario, puede significar que exista una consecuencia negativa para el Gobierno Corporativo, debido a que la concentración propietaria causaría incertidumbre ante cambios bruscos de Propiedad, implicando cambios en el Directorio.

El IPGC evalúa las prácticas y políticas de Gobierno Corporativo de las empresas y como estas se proyectan con el objetivo de servir hacia los intereses de los accionistas, ya que son ellos quienes dan crédito y conciben al concepto de materializar los proyectos de la empresa por medio de sus recursos y en mayor medida por soportar la incertidumbre de estos.

#### **a) Transparencia.**

Criterios para la Transparencia de la Propiedad:

- Deberá existir una adecuada información pública de la estructura propietaria de la empresa, incluyendo si fuese relevante, información de las personas naturales o jurídicas que se encuentran detrás de las sociedades controladoras.
- El punto anterior recobra vitalidad en aquellos casos en que las personas naturales detrás de las sociedades propietarias, sean o no controladoras, fuesen Directores o ejecutivos. También para aquellas situaciones en que exista tenencia cruzada de títulos accionarios entre la matriz y filial y otras organizaciones.

Criterios para la Transparencia de los Procedimientos que establecen los Estatutos:

- La forma y procedimientos, en que los estatutos de las empresas establecen, de las votaciones en las juntas ordinarias de accionistas, como también en las facultades para llamar a la junta extraordinaria deben ser legales, conocidas y equitativas.

#### **b) Concentración de la Propiedad.**

Criterios:

- En aquel caso de existir un accionista mayoritario, o bloque, este no debe ejercer influencias en deterioramiento de los intereses de los otros accionistas minoritarios, como también de los stakeholders.
- Una alta concentración de la propiedad produce incertidumbre, ya que permite un cambio en un alto porcentaje del directorio, afectando así los intereses de los accionistas minoritarios a largo plazo.

### **c) Derecho de Voto y Dividendos.**

Criterios:

- Deberá existir un solo tipo de serie de acción, de forma de garantizar equidad en los derechos políticos y económicos.
- Si existiese más de una serie, la estructura accionaria de la empresa deberá ser conocida, clara, y los derechos derivados de las acciones, de igual serie, deberán ser uniformes y fácilmente entendibles.
- En las Juntas de Accionistas deberán ser tratados temas estratégicos de decisión de áreas claves, y los procedimientos como también los acuerdos serán acordados en Junta constituida, como forma de garantizar la protección de los derechos de los accionistas minoritarios en contra de pérdidas de valor o dilución.
- Todos los accionistas deberán recibir tratamiento financiero igualitario, incluyendo los recibos que garanticen una distribución igualitaria y equitativa de las utilidades por acción.

### **d) Pacto de Accionistas.**

Criterios:

- El pacto de accionistas puede ser perjudicial para los intereses de los accionistas minoritarios, por el hecho de ofrecer la posibilidad de un cambio súbito en el Directorio, y por tanto, en un factor clave del Gobierno Corporativo.

#### ***5.2.3.2 Desglose de la Información y Transparencia Financiera.***

La transparencia incluye al periodo de desglose de la información adecuada que concierne al desempeño operativo y financiero como el de prácticas de Gobierno Corporativo. Para una empresa bien gobernada, los estándares de desglose y transparencia son altos. Esto permite a los accionistas, acreedores y directores monitorear efectivamente las acciones de la alta administración y el desempeño operativo y financiero de la empresa.

Una fuerte transparencia significa que los reportes financieros entregan una clara visión de la verdadera condición financiera de la compañía. Lo anterior incluye, el desglose consolidado de los pasivos y valorizaciones de mercado de transacciones entre matrices y filiales, como también con empresas coligadas.

El desglose y la transparencia, también incluyen al desempeño no financiero, particularmente lo relacionado a las operaciones de negocios de la empresa y la posición competitiva. El desglose público de normas y códigos corporativos y la entrega de información concerniente a la misión corporativa, también promocionan altos estándares de transparencia.

**a) Independencia e Integridad de las Compañías Auditoras y Clasificadoras de Riesgo.**

Criterios:

- Los auditores deberán ser en todo momento independientes del Directorio y de la Alta Administración en lo que respecta a toda materia. Además deben gozar de una valorada reputación.
- Los servicios de no auditoría tales como: Valor Razonable, Outsourcing, Servicios Legales, Accesoría Financiera, Reestructuración de Deuda, Sistemas de Información Financiera, Auditoría Interna, Recursos Humanos, Planificación Tributaria, Auditoría Tributaria, no deben corresponder a un porcentaje significativo del total de las comisiones pagadas al Auditor.
- Los servicios prestados por las Compañías Clasificadoras de Riesgo, deberán ser en todo momento independiente, profesional y objetivo en lo que respecta a su labor.

**b) Homologación de Estándares Internacionales**

Criterios:

- La firma deberá utilizar estándares contables reconocidos internacionales, US GAAP, o IASB, para los reportes anuales y semestrales.
- Emisión de Instrumentos Internacionales homologables, que exigen registrarse bajo normas internacionales o extranjera, tales como: emisión de ADRs, Bonos, Efectos de Comercio, entre otros.

**c) Valor justo o Valor razonable (Fair Value).**

Criterios:

- La base para determinar el valor razonable será la información obtenida por el propio comprador, como parte del proceso de evaluación de compra. No obstante lo anterior, cuando existan indicios de que en el mercado se observan valores disímiles

para bienes similares, se deberá obtener un estudio de valorización de profesionales independientes.

- Los valores justos de activos y pasivos identificables se determinan por referencia a la intención de uso al momento de la compra. La pauta general a utilizar para la determinación de estos valores podemos resumirlas en nueve puntos: a) Instrumentos financieros de fácil liquidación, a su valor de mercado, b) Cuentas y documentos por cobrar, a sus valores actuales, c) Existencia de productos terminados y mercadería lista disponible para la venta, a sus valores netos de realizaciones, d) Existencia de productos en procesos, e) Existencia de materia primas, a costo de reposicionamiento, f) Activos Fijos, a su valor estimado de mercado considerando el uso esperado, g) Activos intangibles identificables, incluyendo marcas, derechos en recursos naturales y licencias de uso entre otros, a valores estimados conservadoramente, h) Obligaciones pagar, a su valor actual, i) Indemnización por años de servicio, a su valor actual, j) Gastos de cierre de planta, al valor actual de los montos que se estiman serán desembolsados.
- Normalmente las valorizaciones efectuadas por un comprador pueden haber estado limitadas por problemas de información y sólo es factible depurar los valores considerados una vez asumido el contrato o control operativo. Como el proceso se puede prolongar por más de algunos meses, es necesario establecer un plazo para materializar la asignación de precio, se considera aceptable extender hasta un año el plazo máximo para modificar y efectuar en forma definitiva los ajustes.

### ***5.2.3.3 La Administración.***

La estructura del Directorio dirige los roles y la capacidad de proveer un análisis independiente del desempeño de la administración, exigiendo eficiencia en la utilización de los recursos, con tal de cumplir con los objetivos planteados, el logro de metas, y así obtener los resultados esperados.

La separación de la autoridad en el nivel directivo es importante. Directorios con alto accountability, comúnmente incluyen un porcentaje importante de Directores independientes que velan por los intereses de todos los accionistas, sean grandes o pequeños.

Por otro lado empresas con fuerte concentración, o con un accionista mayoritario, pueden poseer Directorios con un accountability limitado hacia el resto de los accionistas. Esto se puede dar en aquellos casos cuando la administración está representada en el Directorio.

Otro factor de importancia para el Gobierno Corporativo es tener un claro conocimiento de quienes son los Directores, como es la estructura de las remuneraciones del Directorio y de los Ejecutivos, y como se alinean con los intereses de los Accionistas.

Muchas veces, los directorios poseen comités estratégicos y, la composición de estos, particularmente el equilibrio entre independientes y nominados por el controlador, puede ser significativo para la resolución de decisiones y funciones claves.

El conocimiento y potencial de la Alta Administración es esencial para evaluar la calidad de la administración, destacando el conocimiento y preparación, desempeños alcanzados, y el potencial (el cual es una combinación de permanencia, edad y formación) con tal de dar continuidad a la empresa.

#### **a) Remuneración y Compensación de Directores y Ejecutivos.**

Criterios:

- Los directores y ejecutivos deberán ser remunerados de forma ecuánime, de forma de percibir una remuneración acorde al cargo, desempeño y logros, ajustado a valores de mercado.
- Se deberán implementar incentivos apropiados, de forma tal que relacionen a los Directores y Ejecutivos con el desempeño de la compañía.
- Deberá existir una clara evaluación de desempeño y políticas o planes de sucesión para Directores, Ejecutivos y Empleados, con objeto de establecer compensaciones justas a su desempeño.

#### **b) Estructura y Composición del Directorio.**

Criterios:

- El Directorio debe ser estructurado con el objeto de asegurar que los intereses de largo plazo de los accionistas podrán ser representados equitativamente, con imparcialidad y objetividad en pro de crear valor.
- Este Directorio, según estudios empíricos, logra un tamaño óptimo cuando su composición es entre siete y nueve directores.



- El Directorio debe velar y responsabilizarse por el cumplimiento de principios y normas de accountability y por el desempeño de la empresa.
- El Directorio debe ser responsable por la implementación, cuidado y mantención de sistemas de controles internos de riesgos.
- Es importante que un porcentaje importante del Directorio sea profesional, es decir se debe velar porque estos posean, por ejemplo, un título universitario y postgrados, que agreguen valor al Directorio. Existiendo al menos un especialista en finanzas y otro en el ejercicio del aspecto legal.

#### **c) Existencia de Comités en el Directorio.**

Criterios:

- Los comités de la compañía serán responsables de funciones críticas como lo es el caso de la auditoría, controles internos, compensaciones y remuneraciones.
- El Comité de Auditoría (comité de Directores en Chile), debe velar ante todo por la presencia de profesionales ecuanímenes y, en lo posible, por una composición que se destaque por la participación de Directores independientes. En este comité es esencial la presencia de un especialista en finanzas.

#### **d) Rol de Directores Independientes.**

Criterios:

- Una apropiada proporción de los directores deberán ser independientes y actuar como tales. Deberán velar y asegurar los intereses a largo plazo de todos los accionistas a los que representan.
- Los directores independientes estarán en directa relación con su participación en los comités, siendo esta más importante a medida que aumente su participación con respecto a la totalidad de los directores.
- Los directores independientes velarán y se responsabilizarán por el cumplimiento de principios exigidos en el IPCG, es decir en la Justicia, la Transparencia y la Probidad.

#### **e) Resultados.**

Criterios:

- El objetivo de toda empresa es maximizar la riqueza de los accionistas, cosa que implica la creación de valor. En primer lugar cumpliendo con las expectativas de los

inversionistas (retorno esperado), y en segundo lugar el trabajo realizado de la administración para superar la tasa exigida o meta impuesta.

- Los resultados pueden mejorarse a medida que los incentivos permitan premiar los logros de metas impuestas.
- Las metas deben ser adecuadas para que incentiven el comportamiento de los individuos. Metas inalcanzables desalentaran esfuerzos, mientras que metas mediocres desarrollaran ineficiencias.

#### ***5.2.3.4 Resto de la Comunidad de Negocios.***

Cada vez es más difícil para las compañías tener éxito sólo vendiendo y ofreciendo sus productos y servicios, porque el ambiente se ha convertido complejo y competitivo. Es esta una de las razones del creciente interés de las empresas por el resto de la comunidad de negocios.

Las firmas se preocupan por involucrar a las personas con sentimientos que van más allá de la sola preocupación del producto. Es por esta razón que se desarrollan: i) Políticas de recursos humanos, para generar medios de trabajos más cómodos y gratos, con menores peligros de accidentes, donde los empleados se desarrollen y se sientan comprometidos con los valores corporativos; ii) Políticas medioambientales, que demuestren la preocupación de la empresa por la comunidad como un todo, logrando un mejor estándar de vida; iii) Conciencia social, con objeto de mostrar beneficios o actitudes distintos a los que entrega el producto o servicio y iv) Ser responsables con los compromisos adquiridos con terceros, pues esto afecta en primer lugar la reputación y, en segundo lugar el impulso y desarrollo de otras personas y sociedades.

#### **a) Responsabilidad Social de la Empresa**

Criterios:

- La empresa deberá cumplir con las normas medioambientales en toda su magnitud, o sea, detalladamente y responsablemente, aunque no exista fiscalización por algún ente u organismo regulador o gubernamental.
- Se valorará políticas e iniciativas proactivas en el cuidado y mantención del medioambiente (para todo tipo de recurso natural).

- Políticas de conciencia social serán premiadas, en aquellos casos donde se demuestre un aporte a la comunidad, sean de carácter cultural, deportivo y otro tipo de beneficencia.
- Las empresas verán mermado su puntaje, en la medida que exista un historial de reclamos o disconformidad demostrada formalmente ante la empresa o la entidad encargada de defender a los consumidores de cualquier atropello.

#### **b) Historial de Cumplimiento.**

Criterios:

- La empresa deberá respetar los compromisos financieros con terceros en su integridad, es decir, tiempo, forma y lugar pactados. Esto concierne a los inversionistas, proveedores, clientes, y en especial manera a los trabajadores y empleados, con los cuales se deberá cumplir con remuneraciones, provisiones e imposiciones.
- Los procesos judiciales y litigios serán observados y analizados minuciosamente, dependiendo de la importancia de las acusaciones, el ámbito y, sus implicancias en el Gobierno Corporativo. Además se deberá estudiar las resoluciones y dictámenes.

#### **c) Política de Recursos Humanos.**

Criterios:

- El manejo de la política de recursos humanos debe fomentar el desarrollo de las personas dentro de la compañía, esto pasa por la preocupación de múltiples variables. Entre otras cosas velar por un ambiente propicio para trabajar (limpio, seguro, confortable, respeto y buenas relaciones entre los individuos), el desarrollo profesional de los empleados y ejecutivos (proceso de selección, capacitación, planes de continuidad y ascensos) y por último que los trabajadores representen los valores corporativos.

#### **5.2.4 Establecimiento del Puntaje**

El índice es el valor de la sumatoria total del puntaje logrado en cada sub-categoría por separado, con esto se logra dar mayor importancia a los componentes donde se detallan mayor número de sub-categorías. Esto es lo equivalente a realizar la ponderación

establecida para cada componente por el puntaje promedio calculado sobre las sub-categorías correspondientes.

Cada sub-categoría podrá calificar en una escala de números enteros de 1 a 7, siendo 1 el peor y 7 la puntuación máxima, siendo la nota 4 el cumplimiento mínimo legal o determinado para la categoría.

Las ponderaciones para cada componente son: Propiedad (25%), Desglose de Información y Transparencia Financiera (18,75%), Administración (37,5%) y Resto de la Comunidad de Negocios (18,75%).

Le otorgamos la mayor ponderación a la Administración, porque es un factor clave en desenvolvimiento del Gobierno Corporativo para las empresas. Este componente incluye al Directorio y a la Administración Superior de las empresas. Estos elementos son, en primer lugar, los responsables legalmente de la administración de las sociedades listadas en bolsa, y en segundo lugar, deben estar alineados a los intereses de la junta de accionistas. Esto se logra por una adecuada Compensación y Remuneración a los Directores y Ejecutivos, una apropiada Estructura y Composición del Directorio, un rol protagónico del Comité de Directores y de los otros comités estratégicos que son necesarios y, por último, que la Administración Superior logre una Ventaja Competitiva a largo plazo.

Al componente Propiedad le otorgamos una ponderación de un 25%, esto debido a que es la Junta de Accionistas el máximo órgano en la toma de decisiones y resolución de conflictos, ya que establece las normas de funcionamiento y la agenda de la Junta Ordinarias de Accionistas, los procedimientos para llamar a Junta Extraordinaria, además de que forma los Estatutos de la Sociedad como los Pactos de Accionistas permiten dar continuidad al Gobierno Corporativo, para evitar incertidumbre ante cambios en las tomas por el control corporativo.

Los componentes dos y tres recibieron puntajes menores, sin embargo representan casi el cuarenta por ciento del índice total. En estos componentes se deciden factores claves como dar garantías sobre el real estado de la situación de la empresa, la forma en que la matriz confecciona las transacciones con las filiales y coligadas, el cumplimiento de compromisos financieros con terceros como el involucramiento de la firma con temas que abarcan la manera en que son producidos los bienes y servicios y con que valores se otorgan a la sociedad.

## 6. EVALUACIÓN DEL DIRECTORIO

Hemos hablado y expuesto nuestras opiniones acerca de la evaluación del Gobierno Corporativo como un tema importante y vital para las empresas.

Ahora nos focalizaremos en una sección de la evaluación de Gobiernos Corporativos, que es la evaluación del propio Directorio.

Lo primero que queremos decir con respecto a este tema es que las inspecciones, y los análisis de gestión de los directorios existen, pero no son como los imaginamos, y tampoco se hacen con la periodicidad con que quisiéramos.

En EEUU por ejemplo, sólo el 4% de las empresas incluidas en la lista Forbes 1000 tiene prácticas de evaluación del directorio completo.<sup>78</sup>

Lo segundo es que las empresas chilenas entienden que al existir un mecanismo de evaluación del directorio, se alcanza un mayor grado de competitividad y actividad dentro de la empresa. Sin embargo, el tema de la autoevaluación parece no tener carácter de urgencia, y la gestión del directorio generalmente sólo se analiza cuando se renueva la mesa cada dos o tres años.

La consultora Mckinsey en conjunto con Icare realizaron un estudio acerca del Gobierno Corporativo en Chile que fue publicado en la revista Capital en Julio de este presente año.

En esa investigación se hicieron encuestas a 1600 directores de empresas privadas y públicas donde sólo el 15% fue la tasa respuesta, sin embargo los consultores respondieron que esa tasa superó ampliamente las expectativas de respuesta.

Los datos recogidos permitieron concluir que:

- El 60% de los directores sólo dedican uno o dos días al mes a cada Directorio.
- Sólo la mitad de los Directores analizan los estados financieros previo a reuniones.
- El 72% de los Directorios no cuenta con mecanismos específicos de evaluación de los directores.
- Más del 65% de los directores es miembro en 4 o más Directorios.
- Los Directorios no cuentan con Comités o sólo cuentan con el de Directores exigidos por la ley. Estos comités son empleados normalmente como comité de auditoría o como

---

<sup>78</sup> Estudio realizado por la firma Korn Ferry.

comisión estratégica. Pocas son las juntas que son utilizadas para funciones de análisis de riesgo, evaluación financiera, nombramiento de ejecutivos y como mecanismo para determinar compensaciones.

- Si bien Chile está en el lugar número 65 en cuanto al grado de cumplimiento de Gobierno Corporativo, su posición internacional en cuanto al funcionamiento del directorio se encuentra en el número 54, siendo superado ampliamente por países como Brasil, que están calificados en este momento como riesgosos e inestables.

### **Cuadro 12**

#### **Mecanismos de evaluación del desempeño de los directores (% de respuestas, opciones múltiples)**

	<b>Porcentaje de respuesta</b>
Sin mecanismos específicos de evaluación	72
Discusión informal sobre desempeño con otros miembros del Directorio	23
Reelección del Directorio basada en el desempeño de la empresa	16
Responsabilidad civil legal o fiduciaria	16
Evaluación formal por la junta de accionistas	13
Discusión anual sobre la base de una evaluación realizada por otros miembros	4
Bonos, acciones u opciones vinculados con el desempeño de la compañía	3

En uno de los artículos de este mismo estudio, se comenta que “los directorios no son mucho mejor ni mucho peor de lo que son los propietarios y los accionistas”, estos deberían estar para desafiar al dueño de la firma y así poder corregir sus debilidades. Pero, existen controladores que no están interesados en que cuestionen lo que el empresario quiere, por ende siempre la empresa sigue en una misma dirección. En Chile hoy, ese rumbo lo define el controlador, pero en un futuro cercano cuando el propietario logre reaccionar y cambie su estrategia, va a requerir de un Directorio que lo acompañe en nuevos desafíos.

Otro punto importante discutido en el informe, fue cuan importante podría ser el hecho de no tener mecanismos de evaluación del desempeño de los directores. Las respuestas a esa interrogante, revelaron que el tema era “complicado” y que en Chile sólo se realizaban mecanismos informales de evaluación “en la mente del presidente”. Y para agravar más la situación las declaraciones dejaron en claro que hay directores que son muy profesionales y dicen lo que piensan, porque tienen el prestigio ganado y saben que se los valora por emitir sus opiniones autónomamente. Pero que estos, contrario a lo que se podría pensar, no

son la mayoría. “Un director que incomode, que ponga en aprietos y que presione, corre el riesgo de desprestigiarse y cerrarse muchas puertas.”

Todo lo anterior, nos deja absolutamente desconcertados al percatarnos que el rol que debe cumplir un Director, o que creemos que debe cumplir, es absolutamente ficticio para algunos de ellos. Aún así, considerando que en la propia Ley de Sociedades Anónimas se estipulan los deberes fiduciarios de los directores. E incluso, en la Ley de Opas se estableció un comité de directores para tener el deber explícito de fiscalizador dentro de la sociedad, y luego en la Ley Sabarnes–Oxley se establecen normas explícitas para el funcionamiento de este, de manera de reafirmar la necesidad de un estricto control de las prácticas dentro de una firma, no existe una clara visión de esto en los Directorios.

Con respecto a la responsabilidad de los directores expertos, afirman que deben cumplir con ciertos deberes fundamentales, estos son los deberes fiduciarios.<sup>79</sup>

Estos deberes también existen en EEUU, y se les conoce como Duty of care, Duty of royalty y Duty of disclosure.

El primero tiene relación con la obligación de los directores de informarse adecuadamente antes de determinar una decisión de negocios.

El segundo deber exige a los directores actuar con lealtad hacia la sociedad y a todos sus accionistas, dejando de lado en las disposiciones que tomen, cualquier tipo de interés personal.

Finalmente el tercer deber, se refiere a la entrega de información oportuna por parte de los directores de hechos materiales, que permiten tomar determinaciones a los accionistas en las Juntas que realicen.

En la legislación chilena estos deberes también están presentes, en la Ley de Sociedades Anónimas, llamados deberes fiduciarios y, asimismo, estos son muy similares de los recién vistos en el modelo norteamericano.

Estos deberes se pueden dividir de la siguiente forma:

---

<sup>79</sup> Pertenece a la presentación del Sr. Gonzalo Tapia, expositor del seminario “Oportunidades y amenazas para la empresa chilena.” Noviembre de 2002, organizado por la Sofófa y Ernst&Young.

- Deber de Cuidado y Diligencia

Esta obligación trata que en el ejercicio de sus funciones, los Directores deban tener el mismo cuidado y diligencia que emplean ordinariamente en sus propios negocios. Además, tienen el derecho a ser informados plenamente de todo lo relacionado con la marcha de la empresa y deben pronunciarse respecto de la aprobación de actos y operaciones relevantes.

- Deber de Lealtad

Se les exige a los Directores promover un interés social y no interés particular. Es decir no se debe utilizar el cargo para fines personales o de terceros relacionados. Y todas las oportunidades comerciales que se presenten a favor del beneficio social, deben ser aprovechadas.

- Deber de informar

Los Directores deben otorgar a los accionistas y al público, toda la información cierta y necesaria de la empresa, y de todas las operaciones vinculadas a ella.

El incumplimiento de los deberes antes mencionados, por parte del Directorio tiene sanciones de carácter penal. Como regla general, los directores son responsables de forma civil, penal y administrativamente por los actos y decisiones que adopten en el ejercicio de su cargo.

Los directores son responsables cuando:

- Existe un hecho doloso o culposo
- Existe daño o perjuicio
- Hay vínculo de causalidad entre el hecho y el daño causado

Y estos a su vez tienen dos alternativas para responder:

- Solidariamente
- Ilimitadamente



La razón por la cuál se busca exponer estos deberes y estas exigencias que deben cumplir los Directores, es para demostrar a todo el empresariado que los Directores no son personajes supremos, e intocables. Así como todas las personas que participan en una sociedad, los Directores juegan un rol, un papel que además es absolutamente fundamental para el beneficio, no sólo de los accionistas que ponen fe en que sus intereses están plenamente representados por el directorio, sino que en favor de todos los actores de la firma, independientemente del origen de los votos que recibieron para ser elegidos. Por lo tanto, la labor de un director debe ser cumplida de manera consciente y sin otorgar excepciones.

Pero las estadísticas en Chile muestran que solo el 55% de los Directores de las sociedades anónimas listadas en bolsa no tiene relación familiar o laboral con los controladores y ejecutivos de la compañía en la que se desempeñan como directores, o en compañías relacionadas con ella.<sup>80</sup>

¿Cómo entonces podemos asegurar que no existe algún tipo de privilegio para algunos integrantes de la compañía? En EEUU, tres de cuatro compañías combinan algunos papeles del directivo y del ejecutivo,<sup>81</sup> e incluso un número menor de directores tiene relaciones comerciales con la compañía. Otras fuentes han permitido constatar, que en compañías como Verison, Pzifer, Bank of America y Citigroup entre otras, ha ocurrido un fenómeno en donde ejecutivos de la firma A son directores de la firma B y viceversa.

Pero, los requerimientos están cambiando, muchas empresas están tomando conciencia a raíz de lo últimos escándalos financieros, o corporativos mejor dicho, y exigen mayor dedicación en tiempo y profesionalismo de los integrantes de sus directorios.

En Chile, hay una tendencia contraria a la de EEUU y otros países como Japón, donde la existencia de un mayor número de miembros que sean profesionales externos es más valorada, que el hecho de tener un balance entre los Directores que conocen con detalles el funcionamiento del negocio (los ejecutivos), y los que poseen experiencia diversa e independiente de este mismo.<sup>82</sup>

---

<sup>80</sup> Estudio sobre el funcionamiento de los directorios en Chile en las Sociedades Anónimas. Spencer-Stuart y Escuela de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Léase también Le Fort. Cuadernos de Economía, Año 40, N° 120, pp. 207-237 (Agosto 2003)

<sup>81</sup> Standard & Poor's 500.

<sup>82</sup> "A Glance at Corporate Governance around the World" Spencer-Stuart.

Dentro de las 64 compañías de mayor capitalización bursátil en Chile, el 99% de ellas posee Directores externos que en su mayoría son profesionales que representan grupos de accionistas determinados o que son elegidos por su prestigio y confianza, más que por sus conocimientos específicos.<sup>83</sup>

Las estadísticas son reveladoras un indicador tradicional de la profesionalidad de los Directorios es el número de comités que funcionan en forma regular en éste.<sup>84</sup> En el caso de las sociedades listadas en Chile, el 71% de estas empresas no tiene ningún comité que opere regularmente en forma periódica.

El promedio de edad de los directores chilenos es de 51 años, con un margen que va desde los 32 años de edad hasta los 83 años, y no hay mayor información acerca de la edad de retiro.

En su mayoría los directores son profesionales, Ingenieros Civiles o Comerciales, aunque no esté estipulado como obligatoriedad. Y existe una mujer al menos en un 14% de los Directorios chilenos. En tanto en EEUU, el 12% de los sillones de las firmas del Standar & Poor's 500 están ocupados por el sexo femenino. Otro punto importante de mencionar en la composición de los directorios, es que más de 60% de las juntas directivas chilenas no cuentan con un comité especializado.

El tamaño de los directorios varía mucho entre países, en Chile el promedio es de 7 miembros, en Inglaterra por ejemplo es de 12 y en EEUU es de 13 la media. Lo ideal según los especialistas en Gobierno Corporativo, es tener un número impar apenas superior al establecido por la ley, en nuestro caso son 5 miembros mínimo que deben componer un directorio chileno, por lo tanto la cifra de 7 integrantes como promedio es un buen indicador nacional.

En cuanto a la duración de los períodos del Directorio, en Chile la Ley de Sociedades Anónimas establece un plazo máximo de tres años, para su renovación. En general, los códigos de buenas prácticas recomiendan que el mandato sea lo suficientemente corto como para facilitar la renovación de los miembros y así incorporar nuevas visiones y diversidad. Pero también, esta duración debe ser lo suficientemente larga para que los miembros del

---

<sup>83</sup> Índice de directorios 2001 SpencerStuart y Universidad Católica de Chile.

<sup>84</sup> Estudio Spencer –Stuart.

directorio adquieran un compromiso real, y logren entender y conocer bien todas las actividades que se realizan en la empresa.

Es resumen, no hay una regla formal y general para el funcionamiento de los Directorios, lo que nos parece comprensible dado que es imposible que todos los países y las compañías adopten una regla única. Así como lo habíamos comentado anteriormente para el caso de las leyes donde concluimos que más regulación no significaba necesariamente mejor Gobierno Corporativo, sobretodo si se trataba de una misma normativa para todos, aquí ocurre el mismo fenómeno. No es posible exigir que todos los directorios tengan una composición y un funcionamiento determinado, pero al menos podemos exigir que cumplan con ciertos estándares básicos que incluyen también temas trascendentales como el comportamiento, cumplimiento de funciones, y responsabilidades de los Directores. Es por esta razón, que muchos expertos recomiendan una evaluación independiente.

Sobre esta misma idea el Sr. Mario Abuhadba<sup>85</sup> propuso cuatro pilares para evaluar en los gobiernos corporativos. El pilar número cuatro se refiere a las características del directorio y de la administración de la empresa, cubriendo los aspectos de tamaño, composición e independencia del directorio; existencia de procedimientos que regulen los conflictos de interés; representatividad del directorio; efectividad en el cumplimiento de sus obligaciones; y, la existencia de procedimientos y normas sobre esquemas de compensación y sucesión de los principales cargos.

Este cuarto pilar como así lo menciona, está evaluado sólo en una parte por la legislación actual, porque las decisiones correspondientes a ese pilar específico, pertenecen a las características de cada empresa en particular. Como por ejemplo, la adopción o no de códigos internos de ética, las particularidades en la forma de operar de cada Directorio o de su cuerpo gerencial. Todas esas especialidades requieren de una evaluación independiente y en este sentido Sr. Abuhadba propone seis aspectos relevantes para evaluar independientemente.

- La existencia de un Directorio y una administración profesional e independiente

---

<sup>85</sup> Ph.D. Economía, U. of Boston. Profesor Escuela Ingeniería Comercial y Director Centro de Ética de Negocios UST. Informe Área de negocios N° 9 de la UST.

- La existencia de un procedimiento formal que regula las diferencias entre administración y operación de la firma.
- Tiempo dedicado por los Directores para informarse y prepararse antes de cada sesión.
- Mecanismo formal de evaluación del Directorio
- Existencia, difusión y conocimiento
- Política de difusión

En lo que respecta el propio directorio, la evaluación se centra en las características y responsabilidades de éste. Es decir fija estándares de tamaño, composición, independencia y cumplimiento de las funciones de los directivos. Conjuntamente exige el establecimiento de un medio formal para regular conflictos de interés, y para comprometer a los directivos a representar los intereses de todos los accionistas.

Pero no son solo esas las exigencias, sino que además, debe existir un procedimiento formal para esquemas de compensación, sucesión de cargos principales, control interno, cumplimiento de la legalidad vigente y de buen Gobierno Corporativo.

¿Por qué creemos que es necesario evaluar los Directorios? Los directorios de cada una de las empresas pueden desempeñar sus cargos con un margen de libertad que les otorga la ley. Sin embargo hemos visto que en la práctica estos requerimientos legales se han hecho insuficientes para evitar algunos problemas corporativos. No creemos que esto deba solucionarse con una mayor regulación, que simplemente estancaría el ejercicio de quienes deben tomar decisiones vitales para las empresas y necesitan un grado de flexibilidad para ejecutarlas oportunamente.

Sino, que cada empresa deberá tomar conciencia de este tema a través del poder de la información. Cada vez es más usado el uso de indicadores no financieros por inversionistas a la hora de elegir donde destinar sus fondos y como vimos en la sección anterior el uso de indicadores de Gobiernos Corporativos se vuelve casi una necesidad.

En el anexo 1 proponemos una evaluación del directorio, que permita a los inversionistas interesados en la compañía y los accionistas de esta misma, conocer de mejor forma a las personas que toman la decisión de cómo manejar sus fondos.

## CONCLUSIÓN

Es de interés que tanto el público en general, como los profesionales especializados tengan una correcta idea de lo que es el Gobierno Corporativo y su importancia, ya que los agentes económicos verán influenciadas sus vidas por la forma en que se desenvuelve el Gobierno Corporativo.

La forma en que se relacionan la Junta de Accionistas con el Directorio y la Alta Administración de la empresa, para el ejercicio económico se basa en el conjunto de normas coercitivas que permitan el correcto desarrollo de las relaciones y los castigos apropiados sobre aquellos que actúan al margen de lo establecido, siendo esta una correcta interpretación del Gobierno Corporativo que busca continuamente la maximización de la riqueza.

Las interacciones establecidas por los distintos agentes económicos son la base de la función de asignación de recursos, dependiendo en gran medida de la confianza. Como argumentamos, la credibilidad en el sistema de Gobierno Corporativo se vio mermada por acciones dolosas que afectaron a toda la sociedad, produciendo pérdidas económicas nunca antes vistas.

Es claro el efecto positivo que genera poseer normas que eleve la calidad del gobierno de las empresas. Como primer efecto se denota un aumento en el flujo de capitales, ya que se produce un incremento de las inversiones en el mercado, dada la mayor seguridad y confianza que poseen los accionistas para el resguardo de sus intereses, eliminando conjuntamente la incertidumbre sobre el manejo de sus recursos por terceros agentes, elevando la liquidez y profundizando la economía. Éste es un elemento clave para que pequeños inversionistas puedan participar en la economía formal, pudiendo acceder a otra forma de incrementar sus ahorros e inversiones, ya que se espera que los beneficios generados serán mayores a los costos alternativos y a los de monitoreo.

Si bien es cierto que la evidencia empírica no avala lo expresado anteriormente, sí se ha podido demostrar con certeza que el Gobierno Corporativo es un factor crítico en la obtención de ventajas competitivas. Empresas con elevadas prácticas poseen retornos accionarios superiores a los de mercado para periodos de tiempo estudiados. En este mismo sentido se ha confirmado que los inversionistas se desprenden de acciones por malas

prácticas del Gobierno Corporativo y valoran en gran cuantía la calidad y la información entregada por la empresa.

Grandes iniciativas han proveniendo de organismos no gubernamentales o estatales. El Banco Mundial y la OCDE han jugado un rol protagónico en el debate y discusión de este tema. La comunidad ha reconocido el esfuerzo de la OCDE en la trasmisión de estándares comunes en todo el mundo, a través de los tres principios que ha promulgado: La Justicia, el *accountability* y la transparencia.

Estamos ciertos que se deben elaborar índices que permitan valorizar y cuantificar las prácticas y políticas que se llevan a cabo en las firmas, con el objeto de poder establecer relaciones *causa-efecto* y llegar a explicar cómo y cuánto el Gobierno Corporativo afecta el desempeño de la empresa, medido por indicadores financieros, estratégicos, operacionales y otros.

La implantación de *scorings* incentivará la competencia, debido a que los resultados de los *ratings* permiten comparaciones en distintos niveles, desde índices locales y sectoriales a otros de mayor globalización, con beneficios hacia toda la comunidad de negocios.

Las personas y entidades que realizan dichos estudios deben poseer una fuerte independencia en su trabajo, como forma de evitar posibles conflictos de intereses. Esto deja en una posición ventajosa a organizaciones no gubernamentales o sin fines de lucro, como pueden ser universidades y centros de estudio especializados en esta materia.

En este contexto, hemos propuesto el índice de puntuación de Gobierno Corporativo (IPGC) para la empresa chilena, basado en los principios de transparencia, justicia y probidad. El IPGC posee claros beneficios, los que se traducen en una fácil implementación y entendimiento de los factores estudiados. Al mismo tiempo, permite calificar componentes que son coherentes con lo que hemos expuesto en el marco teórico.

En la mayoría de los casos, los *scores* que existen en el mundo presentan debilidades, las que provienen de sus complejas confecciones, posibles conflictos de interés, sobre o subestimación de variables, pero por sobretodo una concentración de las mediciones sobre factores determinados, dejando de lado y sin evaluar características importantes de un Gobierno Corporativo.

Asimismo, a través de este trabajo investigativo se propone un mecanismo formal de calificación al Directorio, ya que nos hemos dado cuenta de que en un porcentaje

significativo de las empresas chilenas no existe un procedimiento serio de evaluación al Directorio. De la misma forma, este mecanismo sirve para que los accionistas tengan un mayor conocimiento de la estructura y desempeño de éste.

Somos observadores de uno de los cambios más fuertes producidos en el gobierno de las empresas y creemos que se ha dado origen a una nueva rama de especialización y estudio; que como hoy las finanzas, el marketing, la gestión de recursos humanos, operaciones y otras ramas de la ciencia económica y administrativas se encuentran constantemente en la mente de muchos agentes, el Gobierno Corporativo entra a jugar un rol protagónico y a posicionarse como un factor estratégico en el desenvolvimiento de las empresas.

## Bibliografía

- Aoki, M. “Intitutional complementarities between Organizational Architecture and Corporate Governance”. RIETI Discussion papers series 03-f-005. Stanford University. (2003)
- Argandoña, A. “Las Funciones de la Empresa: El papel de la Maximización del Valor para el Accionista”. Universidad de Navarra, IESE Business School. (2003)
- “Audit Commitees: Good Practices for Meeting Market Expectations”. PricewaterhouseCoopers, Second Edition. (2003) [www.pwc.com/corporatereporting](http://www.pwc.com/corporatereporting).
- Babic, V. “Corporate Gubernance problems in transition Economies”.
- Bauer, R., y Guenster, N., “Good Corporate Governance Pays Off!, Well – Governed Companies Perform Better on the Stock Market”. (2003)
- Biblioteca Congreso Nacional. [www.bcn.cl](http://www.bcn.cl). (Leyes).
- Bishop, W. “Tone at the Top”. The institute of internal Auditors. (1999)
- Boletín Técnico N° 72 del Colegio de Auditores de Chile.
- Bradley, M., Schipani, C., Sundarm, A., Walsh, J. “The Purpuseses and Accountability of the Corporation in Contemporary Society: Corporate Governance at a Crossroads”. <http://www.law.duke.edu/journals/62LCPBradley>.
- Bushee, B., y Leuz, C., “Economic Consecuences of SEC Disclousure Regulation”. University of Pennsylvania, Wharton. (2003)
- Calva-Mercado, A. “Medición de la creación de valor económico en la empresa”. Acus Consultores. [www.acus.com.mx](http://www.acus.com.mx) (2001)
- Campos, E., Newell, R., y Wilson, G. “Corporate Governance Develops in Emerging Markets”. McKinsey on Finance. (2002)
- Clarke de la Cerda, A., “Modernización del Mercado de Capitales Chileno: Nueva Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones y Gobierno Corporativo”. Superintendencia de Valores y Seguros. (2000)
- Claessens S., Djankov S., Klapper L. “The Role and Functioning of Business Groups in East Asia and Chile”. Revista ABANTE, Volumen 2, N° 2. (1999)



- “Código de Gobierno para la Empresa Sostenible”. Universidad de Navarra, IESE Business School, PricewaterhouseCoopers. (2001)
- “Código de Mejores practicas corporativas”. KPMG. (2001)
- Colina, M. “EVA Y CVA como medidas de la creación de valor en un negocio: una introducción”. TENDENCIAS. Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas. Vol 1. No.1, pp 65-86. Universidad de Nariño.(2000)
- Collins, P., “Senior Executives Divided on Costs of Complying with Sarbanes-Oxley Act”. PricewaterhouseCoopers. (2003)
- “Corporate Governance Analycer”. Russia Equity Research, Brunswick UBS Warbug. (2002)
- “Corporate Governance: Business Under Scruting”. The Economist Intelligence Unit. KPMG. (2003)
- “Corporate Governance Research: Methodology. Executive Summary”. Deminor Rating’s. (2002)
- Demsetz y Lehn. “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”. (1985)
- Denis, D. y McConnell, J. “International Corporate Governance”. Perdue University, European corporate governance institute. Finance Working paper N°05/2003. (2003)
- “Do High Regulatory Costos Force Public Firms to Go Privete?”. University of Pennsylvania, Wharton. <http://knowledge.wharton.upenn.edu>. (2003)
- Donaldson, T., “The Corporate Thics Boom: Significant, or Just for Show?”. University of Pennsylvania, Wharton. (2000). <Http://knowledge.wharton.upenn.edu>
- “El Gobierno Corporativo: Oportunidades y Amenazas para la Empresa Chilena”. Seminario organizado por SOFOFA y Ernst & Young. (2002)
- Fernández, P. “Creación de valor para los accionistas”. Gestión 2000. 1ª Edición, abril. Pg.: 21-31. (2000)
- Fernández, P. “EVA, economic profit and cash value added do not measure shareholder value creation”. IESE, Reserch paper n°453. (2002)
- Fernández, P. “Three Residual Income Valuatio methods and Discounted cash flow valuation”. IESE, PricewaterhouseCoopers. (2003)

- Fernández, P., Reinoso, L. “Shareholders value Creators and Shareholders value destroyers in USA year 2001”. IESE Reserch paper n° 458. (2003)
- Figueroa, L. y Santibañez, F. “Gobiernos Corporativos y Directores independientes”. División de estudios. Super intendencia de Valores y Seguros de Chile. (2002)
- Filatetchev, I. y Miscyewycz, T. “Ownership concentration, private benefits of control and debt financing”. Centre for the estudy of economic & Change in europe. University College London. (2001)
- Frankel, R., Johnson, M., y Nelson, K., “The Relation Between Auditors’ Fees for Non – Audit Services and Earnings Quality”. (2002)
- Fundación Chile Unido. “Corriente de Opinión”. (2003)
- Gallego, F., Rodríguez, J. “Responsabilidad social corporativa”. Universidad Alberto Hurtado.(2002)
- García, M., y Vico. A., “Los Escándalos Financieros y la Auditoría: Pérdida y recuperación de la Confianza en una Profesión en Crisis”. (2003)
- Gutierrez, P. “Gobierno Corporativo en Latinoamérica ¿ Cómo ven los inversionistas las prácticas empresariales de los países latinoamericanos?” Colombian Chambers of Commerce Confederation. (2002)
- Gwilliam, D. “A Survey of Auditing Research”. ICAEW/Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ. (1987)
- Hermalin, B., Weisbach, M. “Board of Directors as an Endogeously determined institution: A survey of economics literature”. National Bureau of economics research. (2001)
- Higgs, D. “Review of the role and effectiveness of non-executive directors”. (2001)
- Holmstrom, B. y Kaplan, S. “The State of U.S. corporate governance: what’s right and what’s wrong?”. (2003)
- “Informe encuesta sobre estructura y funcionamiento de Directorios en Chile”. Universidad de Los Andes. (2001)
- Jensen M., Meckling W. “Theory of the Firm: Managerial behaviour, agency cost and Ownership Structure”. Journal of Financial Economics 3 (1976)
- Jensen, M. y K. J. Murphy. “Performance Pay and Top Management Incentives”. Journal of Political Economy. (1990)

- Jensen, M., y Warner, J. “The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors”. Harvard NOM Research Paper. (2000)
- Kaplan, R. y Norton, D. “Balanced Scorecard, Translating strategy into action”. (1996)
- Khemeni, R. y Leecehor, C. “Copetition Boosts Corporate Gobernante”.
- La Porta, R., F. López de Silanes, a. Shleifer y R. Vishny. “Corporate Ownership Around the World”. Journal of Finance (1999).
- La porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. “Investor protection and Corporate Gobernante”. Harvard University.
- Larraguibel, M. “El Nuevo Mundo del Trabajo: Compensación de ejecutivo: Incentivando la Creación de valor”. ICARE.
- Lefort, F. Gobierno Corporativo: ¿Qué es? Y ¿Cómo andamos por casa?. Pontificia Universidad Católica de Chile. Cuadernos de Economía, Año 40, N° 120, (2003).
- Lefort, F., y Walker, E. Ownership and capital structure of Chilean conglomerate: Facts and hypotheses for governance. Pontificia Universidad Católica de Chile. Revista Abante, Vol. 3, N° 1, (2000)
- Lefort, F., y Walker, E., The Effects of Economic and Political Schocks on Corporate Governance Systems in Chile. Pontificia Universidad Católica de Chile. Revista Abante, Vol. 2, N° 2, (2000)
- Ley Sarbanes – Oxley. Cámara de representantes de U.S. (2002).
- Lizcano, J., “Gobierno de las sociedades: Un enfoque desde la responsabilidad social”. X conferencia anual de etica, economía y dirección (EBEN-España). (2002).
- Majluf, N., Abarca, N., Rorríguez, D., y Fuentes, L. “Governance and Ownership Structure in Chilenean Economic Groups”. Pontificia Universidad Católica de Chile. Revista Abante, Vol. 1, N° 1, (1998).
- McConnell J.J., Servaes H. “Additional evidence on equity ownership and corporate value”. Journal of Financial Economics 27 (1990).
- Maqueria, C. “Oferta pública de Adquisición de Acciones en Chile, Mayoritarios versus Minoritarios”. Departamento de Administración Universidad de Chile. (2001)
- Margaret, J., “A History of Corporate Governance: The case of Burns Philip & Company Limited, an Australian Perspective”. Deakin University.

- Medrano, C. “La creación de valor para los accionistas a través de la gestión”. Gestión, 26 de marzo de 2001.
- Ossa, J., “Introducción en el Tema de las Sociedades o Gobierno Corporativo”.
- Parisi, F., Godoy, R. y Parisi, A. “Gobierno Corporativo en Chile: Evidencia reciente”. Departamento de Finanzas, Universidad de Chile, BanChile Corredores de Bolsa y Loyola College at Baltimore, USA, y Universidad Alberto Hurtado. (2000)
- “Potenciar el Gobierno Corporativo en Chile: Una Contribución para Crear Valor”. Resumen Ejecutivo del estudio. Icare y McKinsey&Company. (2003)
- Rajan, R. y Zingales Luigi. “Power in a theory of the firm. National Bureau of economic research”. Paper series 6274. (1997)
- Ramezani, C., Soenen, L. y Jung, A. “Growth, Corporate Profitability, and Shareholder Value Creation”. Social Science Research Network, Financial Accounting (WPS). SSRN Working Papers. (2002)
- Rappaport, A. “La creación de valor para el accionista: una guía para inversores y directivos”. Ed. Deusto, S.A. Bilbao. (1998)
- “Rating Methodology: U.S. and Canadian Corporate Governance Assessment”. Moody’s Investors Service Global Credit Research. (2003)
- “Report and recommendations of the blue ribbon committee on improving the effectiveness of corporate audit committees”. The Blue Ribbon Committee.
- “Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC)”. Corporate Governance Country Assessment CHILE. (2003)
- Ricart, J. y Corrales, J. “Sistemas de evaluación de directivos: caso español”. Universidad de Navarra, IESE. Documento de investigación N°413. (2000)
- Rivas, C., Wolleter, A., y Yañez, P., “Hacia un Modelo de Gobierno en Chile”. Universidad de Chile. (1996)
- Rivera, J. y Tarzizán, J. “Reasons for conglomeration: Empirical analysis of management response in Chile”. Pontificia Universidad Católica de Chile, Revista Abante vol. 3, n°2 (2002)
- Roberts, J., y Van den Steen, E. “Shareholder Interests, Human Capital Investment and Corporate Governance”. Research Paper Series, Stanford University. (2000)

- Spencer-Stuart. “Estudio sobre el funcionamiento de los directorios en Chile en las Sociedades Anónimas”. Escuela de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile.
- “Standard & Poor’s Corporate Governance Scores: Criteria, Methodology and Definitions”. Standard & Poor’s Governance Services. (2002)
- Starks, L., “Corporate Governance and Institutional Investors: Implications for Latin America”. University of Texas at Austin. Revista Abante, Vol N° 2. (2000).
- “Trends & Results: Deminor Rating’s Corporate Governance Rating’s and Research 2002”. Executive Summary. Deminor Rating’s. (2003)
- Vélez, I. “La Creación de valor y su medida”. Facultad de Ingeniería Industrial, Politécnico Grancolombiano, Colombia. (2001)
- “White Paper on Corporate Governance in Latin America”. Document for Discussions and Finalisation at the Fourth Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable in Santiago, Chile. (2003)
- Wigodski, S., y Zuñiga, F., “Gobierno Corporativo en Chile después de la Ley de Opas”. Universidad de Chile. (2003)
- Williamson, O. “The Governance of Contractual Relations. The Economic Institutions of Capitalism”. Free Press, New York. (1985)
- World Bank, The. “Trust in Large Organizations”. American Economic Review Papers and Proceedings. (1999)
- Zingales, L. “Corporate Governance”. (1997)

## **ANEXO**

## ANEXO 1

### ENCUESTA DIRECTORIO

#### I. Estructura del directorio

5-6 Integrantes	
7-9 Integrantes	
más de 9 Integrantes	

#### II. Número de comités

- Número de comités

1	
2	
más de 2	

#### III. Independencia de los directores c/r a la administración

- ¿Algún director tiene relación con la administración de la compañía?

No	
Si	

¿Cuántos?.....

#### IV. Independencia de los directores c/r al controlador

- ¿Cuántos directores fueron elegidos con votos del controlador?

.....  
.....  
.....

V. Cumplimiento de funciones

➤ Asistencia a las sesiones (% sobre el total de las sesiones en un año)

- 0%-33% .....
- 34%-66% .....
- 67%-100% .....

➤ Periodicidad de las sesiones

- Todos los meses .....
- Cada dos meses .....
- Trimestralmente .....
- Otro ¿Cuál?.....

➤ ¿La agenda es conocida por el directorio?

No	
Si	

➤ Preparación de los directorios

- ¿Los directores reciben reportes regulares de presupuestos, estados contables, situación financiera, desempeño de unidades de negocio y de otros temas importantes de la compañía?

No	
Si	

¿Con qué frecuencia?.....

➤ Periodicidad de los reportes

- ¿Con qué frecuencia reciben información de la compañía?

.....  
 .....  
 .....



➤ Tiempo de preparación de las sesiones

- ¿Con cuántos días de anterioridad preparan las sesiones los directores?

.....  
 .....  
 .....

MATRIZ DE DESEMPEÑO

		Muy bien	Bien	En promedio	Parcialmente	Poco
		5	4	3	2	1
1	Los miembros del directorio conocen y entienden completamente sus roles y responsabilidades					
2	El directorio entiende la misión de la organización y sus estrategias.					
3	¿El patrón estructural (directorio, comités, ejecutivos y personal) está claro?					
4	El directorio tiene claras las metas y las acciones a seguir de acuerdo con el planeamiento estratégico establecido.					
5	El directorio atiende las decisiones acerca de políticas que rigen las actividades operacionales de la compañía, y lo hace apoyado por profesionales calificados.					
6	El directorio efectivamente representa todos los intereses de la comunidad de la organización.					
7	Las reuniones del directorio facilitan la focalización en los problemas más importantes de la compañía y su pronta resolución.					
8	El directorio monitorea y evalúa regularmente, el cumplimiento de las metas estratégicas y los resultados obtenidos en cada unidad de negocio.					
9	El directorio evalúa y monitorea regularmente al ejecutivo.					
10	El directorio aprueba las políticas del personal de la empresa, y lo hace apoyado por profesionales calificados en el tema.					
11	Cada miembro del directorio se siente involucrado e interesado en el trabajo del directorio.					

## VI. Curriculum Profesional

➤ ¿Cuántos miembros del directorio poseen un grado académico?

- 100% de los directivos .....
- Más del 70% de los directivos .....
- Más del 50% de los directivos .....
- Otro. ¿Qué porcentaje? .....

➤ ¿En el comité de directores existe algún miembro experto en finanzas?

No	
Si	

¿Cuántos?.....

## VII. Códigos

➤ ¿La compañía posee un Código de Ética?

No	
Si	

¿Se aplica?

No	
Si	

➤ ¿La compañía posee un Código de Buenas Prácticas?

No	
Si	

¿Se aplica?

No	
Si	

## VIII. Remuneraciones y Compensaciones

- Existe un esquema formal para fijar remuneraciones y compensaciones?

No	
Si	

¿Cuáles?

Dieta	
Remuneraciones	
% de la Utilidad	
% de los Dividendos	

100%

## IX. Periodo de mandato y evaluación del directorio

- ¿Cuál es el periodo de mandato del directorio?

.....  
 .....

- ¿La compañía posee un proceso formal de evaluación del directorio?

No	
Si	

- ¿Con qué frecuencia se realiza la evaluación?

- Menos de un año .....
- Anualmente .....
- Cada 2 años .....
- Más de 2 años .....
- Nunca .....