



**UNIVERSIDAD DE CHILE**

**FACULTAD DE DERECHO**

## **LAS AFP Y LOS GOBIERNOS CORPORATIVOS**

**El efecto de los Inversionistas Institucionales en los Gobiernos Corporativos de las empresas chilenas.**

Memoria para optar al grado de Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales.

Alumno: Rubén Felipe Corvalán Lagos  
Profesor Guía: Francisco Pfeffer Urquiaga

Santiago, Chile  
2009

A mis abuelos, Rubén y Juan

Agradezco sinceramente el apoyo y guía de mis profesores y de mis padres, Patricio y Evelyn.

# ÍNDICE

RESUMEN .....	1
INTRODUCCIÓN .....	2
CAPÍTULO I .....	4
INTRODUCCIÓN AL GOBIERNO CORPORATIVO.....	4
1. La sociedad anónima como un contrato según el análisis económico.....	4
1.1 La sociedad anónima desde un punto de vista jurídico.....	4
1.2 La teoría de la agencia como una explicación a la legislación de las sociedades anónimas....	8
2. El Gobierno Corporativo, una solución a los conflictos de interés.....	16
2.1 Concepto.....	16
2.2 Mecanismos de gobierno corporativo en las distintas realidades.....	21
2.2.1 Estructura del Directorio.....	23
2.2.2 Composición y Remuneración del Directorio .....	24
2.2.3 Las Juntas de Accionistas.....	25
2.2.4 El Mercado por el Control Corporativo: Las Tomas de Control .....	26
2.2.5 Las Leyes y Regulaciones .....	28
2.3 El debate en el Reino Unido y Estados Unidos .....	32
3. Los Gobiernos Corporativos en Chile .....	36
3.1 El estado de los Gobiernos Corporativos .....	36
3.2 La evolución normativa de los Gobiernos Corporativos en Chile .....	38
3.2.1 La Junta de Accionistas .....	38
3.2.2 El Directorio .....	41
3.2.3 El Gerente .....	46
3.3 Reformas más importantes a la ley de sociedades anónimas.....	47
3.3.1 La reforma al mercado de capitales I (MKI).....	48
3.3.2 La reforma al mercado de capitales II (MKII) .....	51
3.3.3 El proyecto de ley de Gobiernos Corporativos .....	51
3.4 La normativa de la superintendencia .....	59
CAPITULO II .....	65
LOS CONFLICTOS DE INTERÉS EN EL DERECHO.....	65
1. Introducción.....	65
2. Relaciones de Confianza, Instituciones Jurídicas .....	68
2.1 Antecedentes Históricos e Instituciones Jurídicas.....	68
2.1.1 El problema de la agencia en el Derecho Romano.....	68
2.1.2 La Propiedad Fiduciaria.....	69
2.1.3 Curaduría de bienes .....	75
2.1.4 El Mandato.....	79

2.1.5 El problema de la Agencia en el derecho Inglés: El Trust .....	86
2.2 Los Negocios Fiduciarios .....	90
3. Introducción a los Inversionistas Institucionales. ....	97
3.1 Instituciones fiduciarias de Inversión en Chile. ....	97
3.1.1 La regulación de los fondos mutuos y de los fondos de inversión.....	97
3.1.2 La regulación de las AFP .....	99
 CAPITULO III .....	 107
LAS AFP Y LA PROTECCIÓN DE LOS INTERESES DE LOS AFILIADOS. ....	107
1. El aporte de las AFP al sistema en su conjunto. ....	107
2. El aporte de las AFP en casos concretos. ....	115
2.1 Composición de los Directorios y Nombramiento de Directores Independientes.....	115
2.2 Determinación de Política de Remuneración de los Directores .....	117
2.3 Operaciones con Parte Relacionada .....	119
2.4 Tomas de Control .....	122
2.5 Designación de auditores externos.....	123
2.6 Ejercicio de derechos como tenedores de bonos .....	124
2.7 Acciones judiciales. ....	126
3. El Aporte de AFP Cuprum.....	128
4. Conclusión.....	131
 CONCLUSIÓN .....	 132
 BIBLIOGRAFÍA .....	 137
 ANEXO I.....	 140
 ANEXO II.....	 143

## **RESUMEN**

Este trabajo tiene por objetivo revisar los Gobiernos Corporativos a nivel nacional y comparado e identificar el aporte que han hecho los inversionistas institucionales, en particular las AFP, al mejoramiento de las prácticas y estructuras de las Sociedades Anónimas Chilenas. Al efecto, se revisan distintos aspectos relevantes de la legislación societaria, explicando como la normativa obedece a una racionalidad económica que debe motivar las distintas modificaciones legislativas en el tiempo.

## INTRODUCCIÓN

El objetivo general de esta memoria es revisar el estado de los Gobiernos Corporativos a nivel nacional, la naturaleza jurídica de los administradores de fondos de terceros, y determinar cual ha sido el aporte de las Administradoras de Fondos de Pensión (en adelante, AFP) en el establecimiento de mejores estructuras y prácticas en las compañías chilenas.

El primer capítulo revisa la situación de los Gobiernos Corporativos a nivel nacional y comparado, explicando brevemente la racionalidad económica que subyace a la legislación de sociedades anónimas. La separación entre el capital y el control del mismo genera problemas que se han denominado “de agencia”. Frente a distintas opciones para mejorar los Gobiernos Corporativos, este trabajo plantea que la autorregulación es la forma más eficiente de solucionar los conflictos de interés, y que el Estado ha de proveer las herramientas legales para poder dar cumplimiento a normas autoimpuestas. Asimismo, se revisa cual ha sido el desarrollo de la legislación de las Sociedades Anónimas, incluyendo el último proyecto de ley del ejecutivo. Este capítulo revisa los mecanismos de Gobierno Corporativo internos y externos destacando, entre otros, los derechos de los accionistas, los mecanismos de composición de los Directorios, las auditorías externas y las políticas de solución de conflictos de interés que ha regulado la superintendencia. Asimismo, se reconoce que los Inversionistas Institucionales tienen un rol preponderante en el perfeccionamiento del mercado de capitales, proveyendo de información, liquidez y políticas destinadas a lograr una mayor

seguridad de las inversiones, a efectos de lo cual es fundamental mejorar los Gobiernos Corporativos.

El segundo capítulo revisa distintas instituciones jurídicas que resuelven conflictos de interés. Se revisa cual de las instituciones jurídicas se asemeja en mayor medida a la función que cumplen los Inversionistas Institucionales y, el más importante en el caso Chileno, las AFP. El estudio de las instituciones jurídicas es tanto legal como doctrinaria, revisando figuras típicas nacionales, y comparadas. Este capítulo provee de una explicación jurídica a la actuación de los Inversionistas Institucionales, explicando en cada caso cual es el objetivo que han de tener en cuenta al invertir los recursos que se les confían.

El tercer capítulo revisa más detenidamente a las AFP, que han provisto de mayores niveles de liquidez y de investigación al mercado, así como un mayor interés público por los Gobiernos Corporativos. En principio, su participación en el Mercado de Capitales es la principal razón para la regulación de este último como un asunto público. A su vez, las AFP han participado en ciertas operaciones protegiendo los intereses de sus afiliados, proponiendo mejores estructuras y prácticas de Gobiernos Corporativos. En consecuencia, los objetivos descritos en el primer capítulo (mejorar las prácticas de las compañías chilenas) se realizan en virtud de las obligaciones que las AFP tienen como consecuencia de administrar fondos de terceros (tema tratado en el capítulo segundo). Este capítulo revisa las principales actuaciones de las AFP, y llega a conclusiones sobre el real efecto de su participación en el Mercado de Capitales, destacando el aporte de una de ellas al sistema.

## CAPÍTULO I

### INTRODUCCIÓN AL GOBIERNO CORPORATIVO

*Este primer capítulo tiene como objeto proveer de un panorama general en torno al concepto de los Gobiernos Corporativos, a efectos de lo cual es necesario revisar la teoría de las sociedades, así como entender el razonamiento económico que subyace a su regulación. Asimismo, pretende dar una visión general del problema de la agencia en las sociedades anónimas y explicar como esto se traduce en arreglos corporativos que denominamos “Gobiernos Corporativos”, revisando los distintos conceptos de los “Gobiernos Corporativos” y los temas más importantes para el correcto funcionamiento de una compañía y que han suscitado la atención de la legislación, a nivel nacional y comparado, proponiendo la existencia de un Código de Gobiernos Corporativos a nivel Nacional. También revisamos someramente la legislación Chilena de Sociedades Anónimas y las modificaciones que esta ha sufrido en relación a los conflictos de interés.*

#### **1. La sociedad anónima como un contrato según el análisis económico.**

##### **1.1 La sociedad anónima desde un punto de vista jurídico.**

Toda sociedad, en el marco del derecho continental, se define por la existencia de un mínimo de elementos como son la existencia de dos o más personas, la estipulación de aportes y de un objeto social. Así, el artículo 2053 del Código Civil establece que *“La sociedad o compañía es un contrato en que dos o más personas estipulan poner algo en común con la mira de repartir entre sí los beneficios que de ello provengan. La sociedad forma una persona jurídica, distinta de los socios individualmente considerados”* .

La definición contiene los elementos fundamentales de todo contrato social; estipulación de un aporte, participación en los beneficios, contribución a las pérdidas, *affectio societatis* y personalidad jurídica distinta de las personas que la componen;

Cualquier análisis jurídico de los tipos sociales o de su estructura no puede eludir tratar esos elementos<sup>1</sup>.

La sociedad anónima, tratada en la ley 18.046 (en adelante, "**Ley de Sociedades Anónimas**" o "**LSA**"), estructura la sociedad no en función de las personas que la constituyen, sino de la proporción del capital aportado. Esto trae aparejado ya un debilitamiento, ya la eliminación, de la "*affectio societatis*" como elemento de existencia, reduciéndose a uno meramente constitutivo, cuya existencia posterior estimo es impracticable.

Dada esta característica, sumado al rol fundamental que la sociedad anónima tiene en la sociedad capitalista, requiere una estructura de decisiones y de responsabilidad de los socios diferente a la de las sociedades de personas. Las normas que regulan este instrumento para estructurar empresas, basado en el levantamiento de capitales, establecen una regulación sumamente detallada, pues el legislador buscó resolver de antemano los conflictos que se presentaran a lo largo de su existencia. Esto encuentra su explicación en el hecho que este tipo de contrato, desde un punto de vista económico, es normalmente un contrato incompleto.

La estructura básica de la sociedad anónima mantiene la separación de patrimonios, limitando la responsabilidad de los accionistas (socios) al monto efectivo de sus aportes, de modo tal que se responde con ese aporte y no hasta el monto de ese aporte, como en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada o colectivas (que son la regla general). La participación en la sociedad recae en los accionistas, quienes detentan acciones, siendo éstas títulos alícuotas representativos de propiedad. La definición de la ley reitera la idea de una sociedad de capital, al referirse a ella como una "*persona jurídica formada por la reunión de un fondo común*"<sup>2</sup>. Su administración está entregada a un Directorio integrado por miembros esencialmente revocables, cuya formación se

---

<sup>1</sup> Desde el punto de vista jurídico, el principal aporte del movimiento de los Gobiernos Corporativos, es la discusión sobre las estructuras de las compañías y, en particular, de las sociedades anónimas.

<sup>2</sup> Ley N° 18.846 de Sociedades anónimas. Artículo 1°: "*La Sociedad anónima es una persona jurídica formada por la reunión de un fondo común, suministrado por accionistas responsables sólo por sus respectivos aportes y administrada por un Directorio integrado por miembros esencialmente revocables*"

resuelve en las Juntas de Accionistas, ocasión en que conforme a un principio democrático, se aprueban balances, transformaciones, nombramientos y otras materias relevantes para la empresa. El Directorio a su vez, delega la función de administración en un gerente general, quién tendrá la representación judicial de la sociedad y las funciones que el Directorio le encomiende. En la práctica él es el encargado de llevar el *día a día* de la sociedad.

Como se puede apreciar, la estructura de las Sociedades Anónimas abiertas es sustancialmente más compleja que la de las sociedades de personas y normalmente los montos que se transan son superiores. El año 2000 se publicó la ley N° 19.705 que introdujo importantes modificaciones a las Leyes de Sociedades Anónimas y de Mercado de Valores (en adelante, LMV) significando un primer paso en la aceptación de la existencia de fuertes conflictos de interés al interior de las sociedades anónimas abiertas chilenas. Con esa ley, el legislador comenzaba a regular un área que hace ya muchos años había salido de la esfera de control directo del Estado al dejar de ser una especie de concesión estatal. Ahora, en reconocimiento que estas sociedades no sólo importaban contratos particulares, sino también una parte importante del ahorro colectivo a través de los fondos de pensiones y de inversión, el legislador reconoció en esta materia un interés social, que se enmarca dentro de las potestades de orden público económico del Estado. En el caso de las sociedades anónimas abiertas (aquellas que hacen oferta pública de sus acciones) que superan ciertos montos contemplados en el artículo 50 bis) es necesario la creación de un Comité de Directores Independientes cuya función es prevenir y controlar los conflictos de interés al interior de la sociedad<sup>3</sup>.

La sociedad anónima, pese a ser un contrato privado, tiene una naturaleza institucional similar a otros contratos dirigidos, puesto que sólo hay libertad en cuanto a sus actos iniciales de formación, pero su desarrollo está marcado por normas de orden público. Si bien no es objetivo de este trabajo entrar en el análisis de la naturaleza jurídica de las sociedades, resulta importante realizar un breve repaso del concepto de

---

<sup>3</sup> La incorporación del artículo 50 bis de la LSA corresponde a las modificaciones legales del año 2000 introducidas mediante la ley N° 19.705, que tenían por objeto mejorar el Gobierno Corporativo de las Sociedades Anónimas Chilenas.

la sociedad anónima durante el siglo XX en los países que más han desarrollado esta legislación, en particular Gran Bretaña y los Estados Unidos<sup>4</sup>.

A principios del siglo XX, la posición predominante en cuanto a la naturaleza jurídica de la *Corporation* (denominación inglesa para el tipo social que en nuestro medio se conoce como Sociedad Anónima) norteamericana era la “**teoría de la concesión**”, en que se veía a la sociedad como un privilegio concedido por el estado. Posteriormente la “**teoría de la ficción**”, que veía en el uso de la persona jurídica una concesión estatal, también otorgaba al Estado un rol primordial en la constitución y reconocimiento de la personalidad jurídica de estos entes. Si el Estado tenía un rol primordial en su creación, entonces su intervención en la órbita de las *corporations* era absolutamente justificable.

Con posterioridad, la “**aggregate theory**” puso el énfasis en las personas que estaban detrás de la creación de una sociedad, relegando la función del Estado sólo a reconocer esta realidad y otorgar personalidad jurídica sobre un estatuto aprobado por el legislador; no habría un acto de voluntad del Estado y, por tanto, su intervención en la órbita societaria fue menos justificable. Esta teoría realiza dos aportes importantes a la concepción de las *corporations*, a saber; i) si la compañía está formada por un contrato entre individuos, las interferencias del Estado son muy difíciles de justificar y; ii) si estamos frente a un contrato entre individuos en que sólo ellos pueden autorregularse pues son los principales afectados por su órbita de toma de decisiones, entonces la primacía en la regulación de estas relaciones debe quedar en manos de los accionistas y no de otros (Estado, acreedores, etc.).

Una cuarta teoría, la “**corporate realism theory**”, de origen germano, entiende que una vez incorporada (o inscrita), la colectividad toma una forma realmente independiente a la de los accionistas, de ahí que no se podría afirmar que el todo es igual a la suma de las partes. Ciertas consecuencias prácticas que se desprenden de esta teoría son: i) no existe la primacía de los accionistas, pues ellos no representan la voluntad de la sociedad, la que quedaría entregada al concepto de “interés social”. ii)

---

<sup>4</sup> Dignam, Alan y Lowry, John. Corporate Governance and Corporate Theory. En su: Company Law. 5th Edition. Oxford, Reino Unido. Oxford University Press, 2008. Página 21.

consecuentemente, esta teoría apoya las estructuras corporativas altamente monopolizadas por la administración, ya que entiende que el interés de la compañía es el de la administración. Tal vez esta es su gran falencia, por cuanto asume una administración carente de intereses propios.

La última teoría dominó hasta la *gran depresión*, época en que los profesores *Berle y Means* escribían una primera teoría descriptiva sobre el funcionamiento de las grandes corporaciones Norteamericanas.

Las principales características de este modelo de compañía (***Berle&Means Corporation***) fueron: i) los accionistas son tan numerosos que ninguno tiene un interés en el control sobre la compañía; y ii) que como consecuencia de la dispersión de la propiedad los administradores son irresponsables (*unaccountable*) frente a los accionistas y acreedores, y ejercen un poder sin contrapeso al interior de la sociedad.

## **1.2 La teoría de la agencia como una explicación a la legislación de las sociedades anónimas.**

La conceptualización del derecho de sociedades en el siglo XX ha venido fuertemente ligado al desarrollo de la literatura económica, por cuanto fueron estos movimientos los que a lo largo de la segunda mitad de siglo proveyeron a los académicos del derecho de ideas que sustentaran una y otra posición, ya sea relativa a la primacía del rol de los accionistas (*shareholder primacy*) o de los acreedores (*stakeholder primacy*), como veremos más adelante.

La economía neoclásica basa sus análisis en el estudio de los mercados, en que parten de 4 supuestos básicos: i) la ley de la oferta y demanda determinan el precio de los productos; ii) Los mercados en sí son perfectamente competitivos; iii) el único objetivo de las compañías es la maximización de utilidades; y iv) la compañía tiene información perfecta sobre el desarrollo (presente y futuro) de sus actividades. Sus críticos se han enfocado en que esta plantea soluciones en base a premisas que no se dan en la realidad, por lo que sus resultados difieren mucho del modelo a que aspiran.

Hacia los años '30 un grupo de revisionistas planteó respecto de las premisas del modelo neoclásico: i) que los mercados imperfectos eran la regla; ii) que las compañías respondían unas a otras; y, iii) que los precios solían ser fijados por las compañías y no por el mercado. Lo anterior venía a ser reflejo de una compañía dominada por la administración y en que el mercado no opera conforme al modelo “de laboratorio”, pues si las premisas no se daban, la empresa ya no era el mejor lugar para asignar los recursos. Entonces, el centro del debate económico se trasladó a la organización interna de las compañías (Williamson 1974). El gran aporte de los revisionistas fue que su análisis permitió lograr una mayor comprensión sobre las motivaciones internas de la administración, con el objeto de solucionar esos problemas.

El pensamiento del profesor *Ronald Coase* influyó fuertemente el desarrollo del estudio de las compañías, por cuanto al develar que los mercados imponen la existencia de costos de transacción y que al contratar hay un margen de incertidumbre que es inherente al proceso de contratación, se pudo comprender que las compañías y su estructura legal, son una forma de reducir estos costos.

En 1972 *Alchian y Demesetz* describieron a la *corporation* como un nexo de contratos en que hay igualdad de poder entre los participantes y en que se da una renegociación constante para satisfacer el resultado final. El rol que ellos asignan a los accionistas son: a) el monitoreo sobre la compañía; y b) son los únicos participantes del nexo que no tienen sumas fijas que aseguren sus retornos y, por ello, son los que se encuentran en una mejor posición para monitorear, pues sus intereses se alinearían con los de la compañía.

*Jensen y Meckling* (1976) reconocieron en la estructura de la *corporation* el problema de la agencia<sup>5</sup>, en que los accionistas tienen que incurrir en costos de agencia (costos de transacción, más específicamente costos de búsqueda de información) para poder monitorear efectivamente a la administración. Estos costos de agencia podían ser contrarrestados mediante otros mecanismos de mercado, como por ejemplo la

---

<sup>5</sup> El “*problema de la agencia*” es aquel que se presenta cuando la propiedad sobre un bien y el control o administración del mismo se separan, quedando el dueño sujeto al arbitrio de las decisiones de quién ejerce el control del bien.

existencia de un mercado eficiente por el control corporativo (mercado activo de tomas de control), la existencia de niveles de deuda que ponga en incertidumbre a la administración y reduzca sus niveles de control de flujos, la existencia de mercados competitivos en que operen las compañías (libre competencia), etc.

La concepción de la corporación como un nexo de contratos, la hace una relación estrictamente de derecho privado, en que los intereses son individuales y, desde esta perspectiva, no se puede concebir a la compañía como una persona distinta de sus contratantes (lo que significa que esta concepción económica reconoce la naturaleza jurídica de la “*aggregate theory*”) no habiendo cabida entonces para el movimiento “*Responsabilidad Social Corporativa*”, por cuanto los intereses de la corporación sólo se reafirman en los de los accionistas y no en los de la sociedad en su conjunto o grupos de ella<sup>6</sup>. Bajo esta concepción, el rol del Estado se reduce a facilitar la negociación privada, reducir las fallas de mercado, reducir los costos de transacción por la vía de proveer reglas supletorias a la voluntad de las partes, y prohibir acciones que impidan la libre competencia.

Se puede afirmar que con esto se acepta que existe una división entre la propiedad y la administración de las compañías, y que es en los intereses de la administración donde radica más fuertemente el problema de la agencia, dando pie al estudio de los Gobiernos Corporativos.

Las sociedades anónimas pueden concebirse como un contrato de sociedad que para su correcto funcionamiento estructura su organización con una separación entre la propiedad de una empresa y la administración de la misma; este efecto de separación entre el control y la propiedad genera un problema que se conoce como *el problema de la agencia*.

La organización de las sociedades anónimas puede explicarse por *la teoría de la agencia*, la que explicaré con un ejemplo de los profesores *Cooter y Ulen*<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Ob Cit. Dignam. Página 369.

<sup>7</sup> Cooter, Robert y Ulen, Thomas. *En Su: Law and Economics*. 4th Edition. Editorial Pearson. 2006. Páginas 196 y Ss

Un jugador A (principal) tiene que decidir si poner un activo valioso bajo el control de un jugador B (agente). Luego, B tiene que decidir si en el marco de esa relación va a cooperar (y cumplir con las expectativas de su promesa por las cuales A ha puesto los activos bajo su control) o si se va a apropiarse de tales bienes.

Si la elección de B es cooperar, el resultado esperado será la creación de valor, lo que en el marco societario serán utilidades o dividendos, interés o excedente del tráfico comercial. Una vez producida la ganancia las partes deben dividirla y cada uno obtendrá un beneficio del negocio.

Si la opción escogida por B es apropiarse de los activos de A, B no generará riqueza, sino que la redistribuirá hacia su patrimonio.

En un estado de naturaleza (o sin reglas de derecho) ese será el panorama a que se verá expuesto todo inversionista (nótese que en esencia este es el mismo análisis que efectúan los inversionistas extranjeros cuando deciden sobre su inversión).

Desde el punto de vista del incremento de la riqueza de una sociedad, la primera solución es la correcta, pues donde antes había 1, ahora hay 2, mientras que en el segundo caso ese 1 pasó de manos de A a B.

*¿Cual es la solución a esta situación si el jugador A no tiene posibilidades de recuperar su inversión?*

La mejor jugada para el agente, sin un contrato, y sin una sucesión de juegos, será apropiarse del dinero entregado. Como el principal puede advertir que este es el comportamiento más probable del agente, en ausencia de un contrato (o coercibilidad de la promesa) su “mejor movida” será no invertir.

En presencia de un contrato las cifras e incentivos cambian, pues la “mejor movida” del jugador B será representada por la indemnización que deberá pagar por el quiebre de la relación. En ese escenario el jugador A obtendrá una utilidad sea que el jugador B

cumpla, sea que se apropie de ella, por lo que le será indiferente el cumplimiento contractual. El jugador B, en cambio, deberá devolver el monto y compensar el costo de oportunidad, lo que representa una disminución patrimonial inicial.

La solución al problema en un estado de naturaleza es “no invertir”. Para efectos de asegurar las inversiones, todo sistema social requiere al ordenamiento jurídico que garantice que A recuperará su inversión frente a una actitud de apropiación. Un ordenamiento jurídico eficiente hace que el jugador B asuma los costos de la actitud de apropiación, indemnizando los perjuicios a fin de dejar a A en igual situación que si hubiera cumplido con su promesa<sup>8</sup>.

Como indica Reveco, *“(...) por lo que desde una perspectiva general se trata de situaciones en las que un sujeto se enfrenta a dos intereses contrapuestos (el propio y el ajeno) y en donde necesariamente el beneficio de uno implica el perjuicio de otro, o una ecuación de suma cero. Precisamente en este punto se encuentra el fundamento por el que el ordenamiento jurídico debe dar una respuesta ex ante y otra ex post a dichas infracciones: se deberá impedir que se explote un conflicto de interés y, en caso que ocurra, se deberá remediar”* *“(...) Existirá una explotación del conflicto de interés cuando se posponga el interés ajeno al propio, perjudicando al representado. En estos casos, en la relación misma, se protege al sujeto que encomienda o delega la gestión del negocio en virtud de la confianza que deposita en el agente”*<sup>9</sup>.

En teoría económica del derecho de contratos se conoce a esto como el primer objetivo de la regulación, que es *“Permitir a la gente convertir juegos con soluciones ineficientes en juegos con una solución eficiente”* (pensando en el juego de la Agencia, donde la solución eficiente es invertir). La función de un sistema legal que regule este particular contrato de sociedad no es reducir el ámbito de libertad de los socios, sino proveer de reglas supletorias (o de de *default*) que permitan a nuevos socios sin conocimiento especializado invertir su dinero y confiar en una institucionalidad que se asegurará que el agente lo administrará en conformidad con las expectativas; de lo

---

<sup>8</sup> Ibid. Capítulo 2.

<sup>9</sup> Reveco Urzúa, Ricardo. “El Conflicto de Interés en el Código Civil Chileno”. En: Martinic Galetovic, María Dora. Sesquicentenario del Código Civil de Andrés Bello. 1ª Ed. Santiago, Chile. Ed. Lexis Nexis, 2005. Páginas 749 y Ss.

contrario, sin un sistema legal riguroso, sería en extremo oneroso para las empresas captar capital, pues los costos de transacción serían demasiado altos, ya que requerirían un estudio y negociación pormenorizado de cada contrato. No es difícil comprender que este principio es válido también para la regulación del mercado de valores.

Un segundo objetivo del derecho de contratos es “la revelación eficiente de información en el ámbito de la relación”, entendiendo por eficiente un nivel de información bajo el cual las partes superan en conjunto las asimetrías de información. De este modo, para un accionista resulta relevante la información de los balances, así como las perspectivas de dividendos futuros de la corporación, lo que bajo las disposiciones contables y de información al ente regulador es hoy en día información pública. Hay un conjunto de información que posee la administración que al accionista resulta relevante a fin de poder hacer una evaluación correcta de sus posibilidades de retorno, como de negocios particulares en que la compañía tiene interés y que afectarán la cotización de la acción. Todavía, una divulgación excesiva de información por parte de la compañía resultará perjudicial, pues nublará la información relevante o significará que la competencia se enterará con facilidad de lo negocios posibles, constituyendo esto una pérdida de oportunidad. Así por ejemplo, cuando una S.A. se abre a bolsa, requiere presentar un prospecto, que debe contener la información más relevante según las autoridades, lo mismo ocurre con los ADR o emisión de Bonos. Los prospectos operan como una forma de reducir los costos de búsqueda de información para el inversionista, lo que justifica socialmente una fuerte sanción cuando ellos, o los hechos esenciales que comparten la misma justificación, no contienen la información requerida<sup>10, 11</sup>.

---

<sup>10</sup> Al efecto ver la regulación de la Superintendencia de Valores y Seguros, mediante los procedimientos establecidos en la Norma de Carácter General n° 30.

<sup>11</sup> Otras funciones económicas del derecho de contratos, de acuerdo a lo expuesto por Cooter y Ulen son: El tercer y cuarto objetivo del derecho de contratos, a saber, “asegurar un óptimo compromiso con el cumplimiento del contrato” y “asegurar un nivel de confianza óptima”, se encuentran estrechamente relacionados y los explicaremos en función de las S.A.

No todo cumplimiento es económicamente eficiente, pues en ocasiones se produce una variación entre los costos de oportunidad de un negocio entre el momento en que se contrata y el momento en que se debe cumplir con la prestación; pues la pregunta entonces es ¿cual es la medida para definir cuando un quiebre en la relación contractual resulta más eficiente que el cumplimiento del mismo?, caso en que socialmente será necesario favorecer una solución legal que aliente el “quiebre eficiente”. Nótese que, particularmente en el caso de las S.A., este razonamiento resulta complejo pues

En el análisis de esa información *extra* los Inversionistas institucionales (o, “*Institucionales*”) pueden jugar un rol determinante pues al ser los portadores o asignadores del capital de un determinado mercado, sus requerimientos se impondrán como reglas a las compañías. En este ámbito, la especialización de los Institucionales también puede resultar relevante, pues aquellos que estén correctamente estructurados

---

el agente o administrador lidia con un “deber de fidelidad”, por lo que el quiebre de la relación resulta en un daño a la confianza en la institución de la S.A. como vehículo de inversión, por lo que aún siendo el quiebre eficiente aparentemente, hay un costo que es externalizado a la sociedad en su conjunto, lo que requiere la represión de la conducta.

El agente tendrá incentivos correctos para cumplir e incumplir eficientemente cuando internalice los costos del quiebre, lo que ocurrirá al menos cuando deba indemnizar pagando una suma equivalente a la utilidad perdida por el principal lo que en nuestro derecho corresponde a la suma de los daños directos, previstos e imprevistos.

Con un razonamiento judicial que mida correctamente la pérdida de los accionistas se fomentará un nivel de internalización correcto de los costos del quiebre por parte de los directores. Así, si un director, por ejemplo en el caso Chispas y asumiendo que aquí cabe indemnización a los accionistas, quería alejarse de su rol en función de actuar no en beneficio de la compañía sino individual, el monto bajo el cual debería calcularse la suma de la indemnización de cada accionista no sería el precio de la acción antes de la oferta de compra, sino el precio de estas después de la venta del conjunto del paquete accionario que otorgaba el control, puesto que sólo en esa situación se puede saber cual ha sido el valor efectivamente perdido por cada accionista, ya que si los directores hubieran actuado con los deberes de cuidado que les imponía la ley, ese sería el monto que se hubiera repartido equitativamente entre los accionistas, reestableciéndolos en la situación patrimonial en que se encontrarían de no mediar el quiebre en la relación.

El juego de la agencia nos indica que mientras el agente B invierte en “cumplimiento” y su costo de oportunidad determina el nivel eficaz del mismo, el principal A debe invertir hasta un determinado nivel de confianza en la relación, cual a efectos de buscar la eficiencia no debe ser total, sino óptimo.

Lo anterior significa que los tribunales debieran adoptar un cálculo para las indemnizaciones que considere las probabilidades de cumplimiento por parte de B, multiplicado por el incremento en el valor del cumplimiento causado por el aumento en la confianza, cuya cifra debe ser igual o mayor al costo adicional de confiar más en la relación; no es tema de este trabajo explicar este cálculo que ya se encuentra desarrollado en la obra citada, pero resulta evidente que ningún accionista minoritario (salvo aquellos altamente especializados como los institucionales) se encuentra en condiciones de realizarlo, por lo que se justifica un nivel de confianza en esté determinado legalmente por un estándar bastante simple, que en nuestra legislación se determina por la exclusión de los daños indirectos y en ocasiones, cuando la negligencia del contratante de quién se espera más vigilancia sobre la ejecución del contrato no cumple con cierto estándar, la exclusión de los daños imprevistos. Todavía, los institucionales operan como organismos especializados en calcular el nivel de riesgo de sus inversiones, por lo que si llevan bien su portafolio y manejan invirtiendo en empresas con un buen gobierno corporativo, reducirán los costos marginales de confianza, que en este caso deben servir de índice para el cálculo del stock de acciones que deben disponer.

El punto anterior, y la imposibilidad por parte de los accionistas de lograr un nivel óptimo de confianza, se debe principalmente a los elevados costos de negociación, lo que nos lleva al 5º objetivo del derecho de contratos: “minimizar los costos de transacción en la negociación de contratos, proveyendo una regulación supletoria eficiente”. En términos simples, la justificación de una regulación exhaustiva en torno a las S.A. se justifica pues en vez de reducir el ámbito de libertad de las mismas, provee de reglas estándar sobre las cuales pueden confiar los contratantes, y que en el caso de las sociedades anónimas tienen el efecto de una “externalización de red” (que es positiva), pues reducen los costos de negociación de acceso al capital por parte la compañía, tema al que ya me he referido anteriormente.

Finalmente, el sexto propósito del derecho de contratos consiste en “promover relaciones duraderas, que solucionen el problema de cooperación en el juego de la agencia con menos confianza en los contratos (y más confianza en las instituciones que lo regulan)”, resulta que un cuerpo normativo completamente regulado, con amplia libertad para los socios, resultará en un aumento en la confianza en la S.A. como vehículo de inversión, pero a la vez constituye una fuerte limitación a la libertad contractual. Finalmente, la labor de la jurisprudencia y la ley en la definición de derechos de los accionistas, acreedores (en particular en este caso mediante las leyes de quiebra) y derechos y obligaciones de los administradores facilitarán la negociación y el intercambio del título que cada acción representa.

podrán seleccionar mejor y especializar sus carteras de inversión, teniendo una mayor capacidad para evaluar información específica de cada área.

El profesor de la Universidad de Yale, *Henri Hansmann*, en "*Corporations and Contract*", ofrece una teoría alternativa a la tradicional que critica la regulación por limitar el ámbito de acción de los individuos<sup>12</sup>. Según *Hansmann*, las compañías no hacen un uso extensivo de su libertad contractual, y la razón determinante de esto no es mantener bajos los costos de transacción (de negociación) del contrato social, pues -esgrime- eso puede ser cierto para sociedades en que el costo de negociación representa una proporción importante, como serían las pequeñas, cuando en realidad estas son las sociedades que presentan un mayor nivel de contractualización; sin embargo, el elevado nivel de referencia a las reglas supletorias en los estatutos de las grandes corporaciones indicaría que hay una ventaja extra que proporciona la estructura definida por ley que no puede proveer una relación contractual. Su tesis es que los estatutos de una corporación suelen ser difíciles de modificar y que por lo mismo resultan en rigideces estructurales, resultando en la obsolescencia en el largo plazo. Contra-intuitivamente, el autor propone que la ley resulta en una mejor forma de ajustar la sociedad a sus necesidades, pues se delega en un tercero imparcial la labor de revisar la relación contractual en el tiempo<sup>13</sup>, advirtiendo el riesgo que este tercero imparcial pueda ser "capturado" por alguna de las partes, ya los socios, acreedores, etc.

En conclusión, la Sociedad Anónima, que es la figura base de las obligaciones emanadas de distintos instrumentos financieros, de los Institucionales y, por lo mismo, el objeto de estudio de los Gobiernos Corporativos, tiene un origen contractual y en su seno se desarrollan múltiples conflictos de interés que deben ser resueltos con arreglos institucionales que implican una restricción a la libertad de configuración interna de los contratos. La legislación tiene un rol importante en la disminución de esos conflictos y es en estos propósitos que encuentra argumentos sistemáticos que deben servir de base a las normas limitativas de la autonomía como reglas supletorias frente a una omisión por parte de los estatutos de la sociedad.

---

<sup>12</sup> Hansmann, Henri. Corporation and Contract. Law working paper (Nº .66/2006). Yale Law School and ECGI.

<sup>13</sup> Ob. Cit. Página 8.

Una limitación así entendida está en plena armonía con aquellas teorías que indican que sólo es lícito limitar la autonomía en la esfera societaria cuando el interés social así lo exija<sup>14</sup>. El interés social exige relaciones cooperativas, duraderas y que maximicen el intercambio de información. Esto provee de un fundamento económico sólido al movimiento de los Gobiernos Corporativos, sin alejarse de los principios que subyacen al derecho privado.

## **2. El Gobierno Corporativo, una solución a los conflictos de interés.**

### **2.1 Concepto**

En la literatura comercial y financiera se han dado una cantidad importante de definiciones sobre lo que es el Gobierno Corporativo; La OCDE<sup>15</sup> lo define como “*el modo en que las empresas son dirigidas y controladas*”, una definición de carácter formal que en nada nos sirve para determinar un buen sistema de GC ni orientarlo en base al contenido de la definición.

En Estados Unidos, *La Porta y otros* lo definen (en un sentido lato) como los mecanismos a través de los cuales los accionistas externos (*outsider*) se protegen de la expropiación de los inversionistas internos (*insider*)<sup>16</sup>. Esta definición nos indica que el tema de preocupación central del movimiento de los Gobiernos Corporativos es la solución de los conflictos de interés y problemas de agencia que se generan entre aquellos que participan del control o administración de la sociedad y quienes participan en calidad de minoritarios. Es necesario precisar que esta definición considera como *insider* a la administración y como *outsider* a la mayoría de los accionistas que no tienen participación en ella.

---

<sup>14</sup> Alcalde, Enrique. *En Su*: La Sociedad Anónima. Santiago. Editorial Jurídica. 2ª Ed. 2006. Página 64.

<sup>15</sup> Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

<sup>16</sup> La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer A., Vishny, R. Investor Protection and Corporate Governance. [[www.ssrn.com/link/ECGI-Law.html](http://www.ssrn.com/link/ECGI-Law.html)]

Una interesante descripción de lo que son los Gobiernos Corporativos es la que hace Zingales (2000) quién plantea que “(...) de hecho, Coase nos enseñó que usar el mercado tiene costos, y que una forma de aliviar esos costos es el uso de la autoridad. De este modo, los Gobiernos Corporativos es el estudio de cómo esa autoridad es ubicada y ejercitada. Pero para entender aquello, primero es necesario saber por qué necesitamos una teoría de las corporaciones. Entonces, necesitamos una teoría de las corporaciones”. En consecuencia, siguiendo al autor, se requiere una justificación económica y jurídica de la estructura de las corporaciones. La justificación económica ha sido revisada de modo general en el punto 1.2 anterior y será objeto de análisis a lo largo de este primer capítulo. La justificación jurídica, se encuentra en la naturaleza de la relación, objeto del segundo capítulo de esta memoria.

Otra definición, aún más amplia, la proveen Baums y Scott, quienes sostienen que la definición debe ser tan amplia como para comprender cada fuerza con que se debe lidiar en el proceso de toma de decisiones<sup>17</sup>; la diferencia con la definición anterior es notoria, por una parte enfoca el problema central en el proceso de toma de decisiones y no sólo en los problemas de agencia, por otro comprende como parte del problema no sólo las relaciones agente-principal, sino que incorpora a otros *stakeholder* (acreedores en un sentido lato) a la discusión sobre la forma como se debe manejar una compañía. Esto es coherente con la descripción de los Gobiernos Corporativos en un modelo de codeterminación como el alemán, que no sigue el precedente del caso Dodge vs. Ford<sup>18</sup>.

Hopt y Leyens centran el enfoque en las formas de Directorio y distingue entre controles internos (estructura interna de la sociedad y su proceso de toma de decisiones y solución de los conflictos de interés) y externos (principalmente mecanismos de mercado que adjudican valor a una compañía en base a sus estructuras), acentuando

---

<sup>17</sup> Baums, Theodor y Scott, Kenneth. Taking shareholder protection seriously? Corporate Governance in the United States and Germany. Law working Paper (Nº 17/2003). Página 3. [<http://ssrn.com/abstract=473185>]

<sup>18</sup> Ob.Cit. Página 1 Este es uno de los casos más emblemáticos del derecho corporativo Norteamericano, en que se fija como precedente que la función de las corporations es la creación de riqueza para sus dueños, debiendo esta ser distribuida entre los accionistas, no pudiendo ser retenidas las utilidades con la mera intención de generar un bien social.

que un buen gobierno corporativo se centra en un adecuado balance entre estos dos sistemas<sup>19</sup>.

En Chile, Lefort<sup>20</sup> define el Gobierno Corporativo como “*el conjunto de relaciones que se establecen entre los diferentes participantes en la empresa con el fin de garantizar que cada uno reciba lo que es justo*”. El autor distingue entre los aspectos propios de la empresa: sistema de toma de decisiones, estructura del capital, mecanismos de compensación a los ejecutivos y sistemas de monitoreo; y entre los elementos exógenos, como el mercado por el control corporativo, el mercado por los servicios gerenciales y el mercado por los insumos y bienes de la empresa. Pfeffer, desde una perspectiva jurídica, lo define como “*el conjunto de mecanismos que aseguran a los proveedores de recursos financieros un justo retorno de su inversión*”<sup>21</sup>. *Lo conforman el conjunto de normas que deben guiar el comportamiento de los accionistas controladores, directores y administradores de las compañías a fin de maximizar el valor de ésta y que definen las obligaciones y responsabilidades de éstos con los inversionistas externos (accionistas no controladores y acreedores)*”.

De las definiciones anteriores encontramos ciertos elementos comunes como la preocupación por el gobierno y las estructuras de las corporaciones, el reconocimiento de problemas de agencia entre los administradores o controladores y los accionistas minoritarios; el que esos problemas se manifiestan en los procesos de tomas de decisiones y que existen una serie de mecanismos para mitigarlos y, que pueden ser internos y externos. En lo sucesivo, los artículos referidos de cada autor se enfocan en los conflictos de interés que afectan a cada país de modo más fuerte, reconociendo estructuras diversas en cada uno de ellos.

Hacia finales de los años '30, las *corporations* norteamericanas fueron caracterizadas por los profesores *Berle and Mean* como compañías cuya propiedad estaba altamente dispersa, lo que significaba reconocer que nadie detentaba un control

---

<sup>19</sup> Hopt, Klaus y Leyens, Patrick. *Board Models in Europe*. [<http://ssrn.com/abstract=487944>]

<sup>20</sup> Lefort, Fernando. Gobierno Corporativo ¿Qué es? ¿Cómo andamos por casa? *Cuadernos de Economía*. (Nº120) Páginas. 207-237. Agosto, 2003.

<sup>21</sup> Pfeffer Urquiaga, Francisco. Nuevas Normas sobre Gobierno Corporativo y Mayores Responsabilidades para los Directores de Sociedades Anónimas. *Gaceta jurídica*. Santiago. Chile. No. 244 (oct. 2000), Páginas 7.

incontestable en la compañía. Esa estructura se ha mantenido en Estados Unidos y el Reino Unido. Hoy podemos reconocer dos grandes modelos de compañías: el de propiedad dispersa, y el de propiedad concentrada. Cabe hacer mención que el primero sólo se ha impuesto en los mercados de Estados Unidos y el Reino Unido; mientras en Europa continental y Sudamérica las compañías presentan un grado sustancialmente mayor de concentración.

La naturaleza del dominio que caracteriza a la posición de los accionistas, también puede ser considerada en relación a su carácter de acreedores. Los accionistas tienen derechos residuales sobre las compañías, cuyo contenido se encuentra vagamente definido<sup>22</sup>; jurídicamente podríamos caracterizar a los accionistas como acreedores con una última (o sin) preferencia y con un derecho a los flujos de caja residuales de la compañía (derecho sobre los frutos civiles); esto se condice con la necesidad de contabilizar el capital de una sociedad como si fuera pasivo, de acuerdo a las normas contables.

Este carácter de acreedor residual tiene un doble efecto: por un lado nos permite caracterizar al contrato de sociedad de capital como uno altamente incompleto y que por lo mismo conlleva altos costos de transacción, justificando en gran parte la regulación estatal, objetivo 5º del derecho de contratos; de otra parte, el hecho que sólo se paguen una vez cubiertos los pasivos les permite internalizar de mejor manera que otros acreedores el riesgo del negocio, justificando que sean ellos y no otros quienes determinen la dirección de la compañía.

En el centro de esta última consideración se encuentra la discusión de *¿en función de quién deben ser manejadas las compañías?* La posición dominante en Estados Unidos y el Reino Unido es que las compañías deben ser manejadas en interés de sus accionistas, aunque en el Reino Unido esta posición ha sido morigerada a partir de la modificación a la *Companies Act* del año 2006, que incorpora una posición que considera a los acreedores en la toma de decisiones de los directores; la posición de Europa Continental morigera en mucho mayor medida esta visión que sólo considera el

---

<sup>22</sup> Ob. Cit. Baums. Página. 4.

interés de los accionistas, incluyendo sustancialmente los intereses de otros *stakeholder* (acreedores) como trabajadores, acreedores financieros, medio social en el cual se desenvuelven, etc. Esto ha derivado en un movimiento que ha adquirido carácter de independencia respecto al movimiento del *Corporate Governance*, cual es el de la “*Responsabilidad Social Corporativa*” (o *Corporate Social Responsibility*).

Una premisa que adopto para el análisis de este trabajo es que las compañías deben ser manejadas en función de los intereses de los accionistas (siguiendo el modelo norteamericano), pues estimo que sólo cuando los Directorios tienen un rol definido, control claro, y cuyos resultados pueden ser cuantificables, es factible verificar responsabilidad sobre ellos y en particular en lo que dice relación con sus deberes de diligencia o cuidado, que de por sí ya son muy difíciles de llevar a tribunales. Si se consideraran otros elementos, distintos a la medida del valor de la acción en el largo plazo para evaluar el funcionamiento del desempeño de una compañía, siempre se podría explicar una baja en el desempeño en función de esos otros factores; sin embargo, las compañías no son entes aislados en la sociedad, cumplen un rol social preponderante, y sus estatutos (o carta constitutiva) siempre pueden dar luces acerca de los principios con que ella será guiada. Las compañías deben ser guiadas solamente en función de los intereses de sus accionistas, pero eso no implica que estos deban ser puramente económicos; de esta manera, estimo que un buen sistema de control sobre la sociedad y su objeto, adjudicando derechos en sentido estricto a los accionistas y acreedores financieros, y expectativas a otros *stakeholder*, distinción que es comúnmente olvidada.

Desde el punto de vista de las inversiones y sus riesgos, se estima que es más fácil para un accionista individualmente considerado proteger su inversión diversificando su portafolio que a un director realizar negocios seguros; por ello la mejor manera de protegerse para un inversionista es la diversificación y delegación de la función de administración. Como corolario de aquello se estima que un mercado es mejor mientras más profundo y su propiedad sea más dispersa, ya que eso está asociado a mayores niveles de diversificación y liquidez.

Cuando la propiedad es dispersa, los riesgos surgidos de los problemas de agencia se ubican en la administración, puesto que en ausencia de un controlador no hay un propietario que monitoree el desempeño, lo que se debe principalmente a comportamientos de tipo *free rider*. En este escenario los mecanismos externos cumplen un rol fundamental en el control de la dirección de la empresa. Cuando la propiedad es concentrada, el controlador tiene una injerencia directa sobre la administración, alineando los intereses y cumpliendo un rol de monitor del desempeño de la compañía; ese ese el caso de las compañías chilenas. En este escenario, el conflicto de interés se radica en la relación de los controladores con los no controladores y aquí la estructura de toma de decisiones es el escenario a ser objeto de regulación, pues es donde con mayor probabilidad se producirá la expropiación.

Es importante notar que fuera de Estados Unidos y el Reino Unido, la sociedad de propiedad dispersa es la excepción, y cuando la propiedad es dispersa, la importancia de los Inversionistas Institucionales (en adelante también, I.I.) se acentúa, pues cumplen un rol de monitor de desempeño de las empresas. Nótese que esto ha sido controvertido por algún autor (Coffee,1991) quién plantea que los I.I. están más ocupados de buscar liquidez y rentabilidad en el corto plazo que retornos de largo plazo.

## **2.2 Mecanismos de gobierno corporativo en las distintas realidades.**

Como veíamos, un elemento común a las definiciones de Gobierno Corporativo es la distinción entre mecanismos de control interno y externo; siguiendo la clasificación de *Lefort*,<sup>23</sup> podemos distinguir entre:

1) Internos: Los relativos a los Directorios, a las juntas de accionistas y la toma de decisiones y a los planes de remuneración.

2) Externos: El mercado por el control corporativo y las leyes y regulaciones.

---

<sup>23</sup> Ob. Cit. Lefort. Página. 209.

Parte de la doctrina explica la concentración como una respuesta a bajos niveles de protección de los inversionistas<sup>24</sup>. Si bien esta puede ser una respuesta a deficiencias en mercados emergentes, estimo que esa no es la respuesta adecuada al mercado chileno, por cuanto bajo nuestro sistema jurídico la propiedad es un derecho bien afianzado y cuya exigibilidad ante los tribunales no requiere mayores dilaciones. Al contrario, es algo común a dos sistemas tan diferentes como el chileno, el danés o el alemán la concentración de la propiedad y nadie dudaría en alguno de ellos sobre la protección de este derecho.

En las economías emergentes, y Chile no es la excepción, las grandes compañías se organizan a modo de conglomerado; un grupo de empresas con un accionista o controlador común. Logran esto mediante estructuras piramidales, acciones de doble clase (*dual class shares*) y propiedad cruzada de las empresas pertenecientes al grupo.

La regla general en Chile es la estructura piramidal como modo de “apalancar” capital. Sintetizando lo planteado por *Lefort*, el objetivo de esta estructura es distorsionar los derechos políticos y económicos, y evitar tomas de control hostil. Como consecuencia de lo anterior se observa que en mercados emergentes las tomas de control son eventos más bien aislados y sin una mayor incidencia en el desempeño de la economía del país, y la existencia de una proporción significativa de los flujos de caja sujeta a la discreción del controlador. Entre los beneficios que presenta esta estructura se encuentran: sinergias operacionales, creación de un mercado de capitales interno (que permite financiar nuevos proyectos del conglomerado) y especialización en manejo de inversiones y riesgos por área.

Habiendo caracterizado el tipo de mercado al cual responde Chile estamos en condiciones de repasar, pensando en nuestra realidad, las discusiones relativas al Gobierno Corporativo e identificar que elementos de cada modelo que sería o no adecuado adoptar.

---

<sup>24</sup> Ob. Cit Baums. Página 15.

### 2.2.1 Estructura del Directorio.

El más importante elemento de control interno de las sociedades anónimas es el Directorio; Se distinguen a nivel comparado dos modelos de estructura: el modelo de Directorio de un nivel y el Directorio de dos niveles: la diferencia sustancial radica en la composición y funciones.

El Directorio de un nivel (*one tier board*) comprende tanto directores administradores como no administradores y su función comprende tanto la administración, monitoreo y generación de estrategias. Ese es el modelo básico del Directorio norteamericano. Junto a ese modelo podemos ubicar al Directorio del Reino Unido, que se diferencia en el sentido de imponer por la vía de recomendaciones mediante códigos de buenas prácticas, más limitaciones a la participación de directores ejecutivos (símiles a los directores administradores), excluyéndolos del comité de auditoría y quitándoles participación mayoritaria en los comités de remuneración y nombramiento.

El segundo modelo es el alemán, que exige 2 Directorios (*two tier board*): uno superior, la junta de vigilancia, y uno que dirija el día a día de la compañía, la junta administradora. La composición del primero en las grandes compañías exige una participación de un 50% de trabajadores, lo que responde a una definición corporativa en que sus intereses, así como los de otros *stakeholder* -como los bancos, deben ser considerados en las decisiones de negocios de las compañías.

Además de las diferencias estructurales que encontramos entre ellos, hay diferencias en cuanto a la función de cada uno; en el modelo de Directorio de un nivel se aprecian las siguientes funciones: actuar como consejero del *CEO* (*Chief Executive Officer* o, para nuestro país, *Gerente General*), actuar como representante de los intereses de los accionistas, buscar maximizar el valor accionario de la compañía y balancear los intereses de cada persona significativamente afectada por las acciones de la firma<sup>25</sup>.

---

<sup>25</sup> Ob Cit. Baums. Página 20.

En el modelo de dos niveles los deberes de la junta supervisora son: prevenir la autocontratación (o “*self dealing*”), monitorear el desempeño de la administración, crear las condiciones para el éxito corporativo y remover a directores incompetentes. A su vez, es función de la junta administradora el manejar los negocios de la compañía, con la prevención que su función no debe conducir exclusivamente a los intereses de los accionistas.

Un elemento que puede ser determinante en la dirección de una corporación es la concurrencia en una misma persona de las funciones de gerente o CEO y presidente del Directorio. Bajo el modelo de “*two tier model*” eso no es posible. En el “*one tier model*” esa función se concentraba y se acrecentaban los conflictos de interés. El poder concentrado por el CEO era tan fuerte que su voz no tenía contrapeso en el Directorio. Se concentraba demasiada información y finalmente la función del Directorio era ratificar las decisiones del CEO.

Con los escándalos de principios de década (que se deben, entre otros, a esta situación) los códigos de Gobiernos Corporativos han recomendado evitar esa concentración de poder, y los directores han vuelto a tener más peso en las decisiones de las compañías, en desmedro de los administradores.

En Chile al no ser posible la duplicidad de funciones y ser una estructura concentrada en que el controlador impone al Gerente General y es el principal monitor del desempeño de la compañía, los conflictos de interés no han sido tan fuertes en relación a la administración. En principio, no se aprecian grandes conflictos en la estructura de nuestros Directorios, obedeciendo a la estructura típica de los países con propiedad concentrada.

### **2.2.2 Composición y Remuneración del Directorio**

Un segundo elemento de tipo interno de un buen GC es la determinación de la composición del Directorio y la determinación de las remuneraciones o planes de compensación de los directores y administradores. Nuevamente el tratamiento debe ser diferenciado cuando nos encontramos frente a una estructura de Directorio de un nivel y

el de dos niveles. Dado que en ambos sistemas el rol del Directorio es el nombramiento de administradores y monitoreo del desempeño de la compañía, la determinación de reglas a este respecto es fundamental. Aquí se aprecia una diferencia sustancial entre los países que cuentan con buenos Gobiernos Corporativos y los que no. Los primeros han, casi unánimemente, adoptado procedimientos en que el Directorio advierte la presencia de conflictos de interés y encomienda la función a directores que tengan el carácter de independientes en el marco de comités especializados.

Esto se ha regulado mediante códigos de Gobiernos Corporativos o de buenas prácticas, que son una especie de derecho no coercible (o “*soft law*”), en lo que viene a ser una forma de regular con mayor flexibilidad los conflictos de interés. Estos códigos tienen la forma de reglas y tienen tanta fuerza como el mercado haga exigible.

De este modo, el segundo elemento a que hacíamos referencia comprende la creación de comités con presencia mayoritaria de directores independientes a cargo de tres ámbitos: el nombramiento de los directores y administradores de la corporación, la determinación de sus planes de compensación y la auditoría de la corporación, así como la determinación del auditor externo. En este punto se aprecian serios conflictos de interés de las compañías Chilenas, en lo que ha sido el objeto de preocupación principal de nuestros Inversionistas Institucionales. Los esfuerzos por mejorar los Directorios y de limitar la remuneración de los directores han sido aislados y no bien recibidos por los controladores.

### **2.2.3 Las Juntas de Accionistas**

Un tercer elemento de control interno dice relación con las juntas de accionistas y los mecanismos para que se puedan llevar a cabo con los mayores niveles de participación. Destacan dentro de estas medidas aquellas que tienden a permitir a los accionistas participar por mecanismos electrónicos, aquellas que les permiten poner temas en tabla y aquellas que les permiten conocer con la debida anticipación e información el carácter de las decisiones que ahí se tomarán. Es normal que las juntas de accionistas sean controladas por la administración, y que los accionistas minoritarios no tengan una voz real en ellas. Un buen Gobierno Corporativo se ocupa de compensar los derechos a

participación y la necesidad de que efectivamente las juntas sean espacios donde se delibere acerca de las materias a ellas reservada asegurando un estándar de gobernabilidad de la corporación.

Destacaba dos elementos externos del gobierno corporativo: el mercado por el control corporativo y las leyes y regulaciones.

#### **2.2.4 El Mercado por el Control Corporativo: Las Tomas de Control**

*¿Por qué se produce una competencia por el control de una sociedad?* En principio se estima que una sociedad anónima será objeto de un cambio de control cuando el valor de sus acciones se encuentre en su mínimo o bajo su promedio y sea posible lograr una mayor rentabilidad al capital invertido. Eso explica que una sociedad que tiene altos niveles de rentabilidad y esté cerca de su límite máximo no será normalmente objeto de una toma de control, pues el valor residual que ganen los nuevos adquirentes sería más bien bajo.

Asimismo, se explica que en períodos de auge económico no sean las mismas causas las que explican las tomas de control como fenómeno, pues en un escenario de utilidades elevadas el precio por acción a pagar será mayor, y el margen de crecimiento normalmente menor. Consecuentemente, el costo del riesgo de tal operación será menor y el costo marginal de la acción será mayor. Un efecto de esto (al menos a nivel teórico) es ver un descenso en la actividad por el control.

Como he señalado, el mercado por el control no es sino aquel en que se transan acciones derivativas, en que tiene lugar la competencia por la adquisición de esas acciones<sup>26</sup>. Desde el punto de vista de la legislación del mercado de valores se puede afirmar que corresponde a aquella que tiene lugar en el mercado secundario formal, esto es, aquel en que se transan valores de segunda mano<sup>27</sup>.

---

<sup>26</sup> Aquella que tiene lugar cada vez que interviene un título traslativo de dominio como compraventa, permuta, etc., esto es, un título derivativo de dominio sobre las acciones. Contreras Strauch, Osvaldo. Instituciones de derecho comercial. 1ª Ed. Lexis Nexis. página 358.

<sup>27</sup> Contreras Strauch, Osvaldo. Instituciones de Derecho Comercial. Tomo I. Segunda Edición. Editorial Lexis Nexis. Año 2005. Página 358.

Se puede afirmar también que el control de una empresa se adquiere como consecuencia de la reunión de las condiciones establecidas en el artículo 97 y siguientes de la ley 18.045 de mercado de valores, en adelante LMV. Dentro de esas normas podemos distinguir lo que se conoce como (i) Control legal precario o sin poder de bloqueo y, (ii) control legal efectivo<sup>28</sup>.

El primer supuesto, de control legal precario, se construye en base a la regulación de los artículos 97 letra b) y 99 de la LMV, que establecen que se *“es controlador de una sociedad toda persona...que participa en su propiedad, y tiene poder para realizar alguna de las siguientes actuaciones: b) Influir decisivamente en la administración de la sociedad”* y, *“se entenderá que influye decisivamente en la administración de una sociedad toda persona...que directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, controla al menos un 25% del capital con derecho a voto de la sociedad”* con las excepciones establecidas en las letras A a C del mismo artículo.

En el segundo supuesto, se tiene control legal efectivo o con poder de bloqueo, descrito en el artículo 97 de la LMV, cuando *“se tiene poder para realizar alguna de las siguientes actuaciones: a) Asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores (...)”*

Como podemos observar, el legislador ha distinguido dos supuestos de control, los que determinan una situación de hecho, frente a la cual este reacciona imponiendo limitaciones a la cesibilidad de esos valores. De este modo, hemos limitado el concepto de mercado por el control a aquel que tiene lugar cuando se busca adquirir acciones derivativas que tengan la habilidad para llevar a su propietario a encontrarse en los supuestos del artículo 97 de la Ley 18.045.

Las tomas de control comprenden no solo una transferencia de la propiedad de la compañía, sino usualmente una reorganización mayor que, normalmente, afecta de

---

<sup>28</sup> Pfeffer Urquiaga, Francisco. Comentario caso Chispas. Página 12. Materiales de clase de Diplomado en Derecho Mercantil, Universidad de Chile. 2007.

modo directo a su Directorio y administración<sup>29</sup>. Los principales motivos para la ejecución de una toma de control como medio para adquirir una compañía son: a) generar sinergias entre los activos de la compañía adquirida y la compradora, b) aprovechamiento de economías de escala, c) el reemplazo de la gerencia y d) que permiten, a diferencia de las fusiones, la adquisición de la compañía negociando directamente con los propietarios y, consecuentemente, saltarse a la gerencia.

En relación al punto c) recién mencionado, cabe precisar que hay que distinguir lo que se conoce en doctrina como una toma de control (i) hostil y (ii) las amigables, siendo estas últimas aquellas que cuentan con la recomendación favorable del Directorio de la compañía objetivo (o *target*) y, las primeras, aquellas en que el Directorio se pronuncia en contra. La generalidad de las tomas de control, tanto en Chile como a nivel comparado, se efectúan por razones de sinergias o economías de escala, por lo que suelen encontrar la recomendación favorable del Directorio. Al revés, cuando las razones tienen más que ver con mal desempeño de la administración actual, será común que los directores voten en contra y, en ese supuesto, la toma de control será hostil.

Cuestión distinta a la recién enunciada es si una toma de control es o no competitiva, que se refiere a la competencia por la vía del incremento del precio ofrecido de compra por la acción, entre dos o más potenciales adquirentes<sup>30</sup>.

### **2.2.5 Las Leyes y Regulaciones**

Las leyes y regulaciones operan como un marco en que se desenvuelven los principios que inspiran el mercado de valores. En éste contexto, los principios de igualdad entre inversionistas y transparencia ocupan un rol fundamental a objeto de

---

<sup>29</sup> En lo que sigue, seguiré el estudio de Mike Burkart y Fausto Panunzi sobre tomas de control, explicando la lógica que hay tras ellas, para posteriormente entrar en el análisis regulatorio, objeto central de este trabajo. "Takeovers", Finance working paper n° 118/2006, february 2006. Disponible en [[www.ecgi.org/wp](http://www.ecgi.org/wp)]

<sup>30</sup> Para ver más sobre Tomas de control y protección de Accionistas Minoritarios, remitirse a mi memoria para optar al grado de Diplomado en Derecho Comercial, Universidad de Chile. "Procedimiento de Oferta pública de Adquisición de acciones; una comparación entre el régimen Chileno y el de la Unión Europea en cuanto a derechos de los accionistas minoritarios" Felipe Corvalán, 2008.

dilucidar cuando se ha producido un conflicto de interés y se ha abusado de una posición de confianza<sup>31</sup>.

La literatura económica plantea que en las economías emergentes la concentración es la regla general como respuesta a sistemas con baja protección al inversionista<sup>32</sup>. Por baja protección al inversionista entiendo un problema en la delimitación de sus derechos de propiedad, de las facultades de estos o de las reglas de cumplimiento de las mismas. Este problema puede ser uno de carácter conceptual (por ejemplo, no se sabe bien de qué se es dueño, cuales son las facultades que confiere la calidad de accionista, etc.), uno de carácter expropiatorio (existe un fuerte riesgo que la autoridad niegue el derecho a disponer de ciertos activos, los adjudique a otros accionistas sin consideración a una clase de ellos o sin la debida compensación) o simplemente (y en mi opinión el más grave) que no existe la institucionalidad para demandar al Estado el reconocimiento y exigibilidad de esos derechos.

Definir cuando se han vulnerado los derechos es una cuestión en extremo compleja y que abarca más que el propósito de este trabajo. Diremos, para estos efectos, que se han vulnerado los derechos de los accionistas minoritarios (que sería el estadio previo a la concentración – simplificación que es de suyo cuestionable) cuando los directores y administradores no han cumplido con sus deberes y ello se traduce en una pérdida efectiva en su patrimonio, ya sea la disminución del valor de un activo, ya la pérdida de una oportunidad. Ello lleva la discusión sobre lo que es una correcta protección al inversionista a los deberes de los directores y las posibilidades que ofrece un sistema legal de poder forzar el cumplimiento de aquellos.

Hasta aquí he hecho un repaso de los grandes temas internos con que deben lidiar las empresas listadas en la bolsa de valores; algunos otros que son de la esencia de los problemas de agencia, como los relativos a la información privilegiada, a las operaciones con parte relacionada o "*insider trading*", etc. y pueden ser resueltos, al menos parcialmente, con estructuras de Directorio que pongan los incentivos correctos y

---

<sup>31</sup> Acevedo, Paulina Memoria para optar al Grado de Licenciada en Ciencias Jurídicas y Sociales, El Gobierno Corporativo. Universidad Adolfo Ibañez. Año 2006. Pag. 15.

<sup>32</sup> Ob. Cit. Lefort. Página 216.

nominen a las personas adecuadas; junto a eso será necesario un conjunto de reglas legales o reglamentarias que regulen esas relaciones, las que debieran operar como un estándar mínimo.

En Chile hay un problema que llamaré institucional, en tanto es el único país de un grado de desarrollo mediano de la región que carece de un Código de Buenas Prácticas. Los Códigos de Buenas Prácticas (o de Gobiernos Corporativos) son cuerpos de autorregulación sectorial, hechos a instancias del mercado o de un mandato legal, que definen estándares a los cuales las compañías deben dar respuesta, indicando si cumplen o no con las normas propuestas y, en caso de no hacerlo, explicando las razones.

Estos códigos han sido vistos inicialmente por el sector empresarial como una nueva capa de regulación, lo que los estigmatiza de modo negativo, en tanto entorpecería la actividad económica. A favor, se ha dicho que es una forma de regulación sustantivamente más flexible que las leyes, y que en la medida que se cumpla con esos estándares, se fomenta la inversión y se evita la regulación coercitiva del legislador.

En algunos países este modelo de regulación (que algunos llaman mixto) se da a instancias de gremios que avizoraron los conflictos de interés, como los inversionistas institucionales que tuvieron un rol fundamental (CALPERS en Estados Unidos); y en otros, el legislador ordenó la confección de estos códigos a instituciones con un respaldo estatal, pero con una adecuada composición privada. De esta manera, entiendo que la solución en el mediano plazo, a menos que se pretenda volver a formas de regulación inflexibles, pasa por la adopción de alguno de estas tres formas de regulación. En el caso Chileno no se observa que los dos primeros hayan dado resultado y pareciera razonable que el legislador incorporare una norma a la ley de mercado de Valores, exigiendo a quienes hagan oferta pública de ellos, incluir en su memoria anual los grados de cumplimiento con un código de Gobiernos Corporativos a ser confeccionado por una entidad con respaldo estatal, bajo el sistema “*comply or explain*” (cumplimiento o explicación, siguiendo de lleno el modelo de autorregulación británico).

La justificación de una regla que obligue a los emisores de instrumentos de oferta pública, desde la perspectiva económica, viene dada por uno de los objetivos del derecho de contratos ya vistos, a saber *“permitir la revelación eficiente de información en el ámbito de la relación”*. Dado que estamos frente a una norma meramente formal, de lo que se trata es que el Estado cree las condiciones para la revelación de información y, de ese modo, prevenir externalidades negativas por la mala calidad de la información entregada. Algunos podrían esgrimir que, siguiendo la teoría del contrato, estamos frente a una regulación que es injustificada desde la perspectiva privatista; sin embargo, eso no es así, por cuanto sólo se aplicaría a las empresas que voluntariamente hagan emisión pública de sus valores, permitiría reducir externalidades negativas de la mala información, bajaría los costos de búsqueda de información (parte de los Costos de Transacción), lo que redundaría en un mercado más profundo y menos riesgoso.

Otro efecto, además del comentado en el anexo I, de la crisis financiera del año 2008, es la apreciación de la falta de transparencia en los mercados, siendo esta un factor de riesgo importante para el sistema en su conjunto. La respuesta vendrá, ya por la vía legislativa, ya por la autorregulación. Si no la primera, siempre más dura e inflexible, parece ser la autorregulación la forma idónea de transmitir información al mercado.

Los códigos de Gobiernos Corporativos son la forma más eficiente de evitar al legislador entrar a regular el derecho societario, pero eso requiere un cumplimiento más que formal, sino sustancial que permita a los inversores en valores (Inversionistas Institucionales) reducir efectivamente sus costos de búsqueda de información y que permita al público en general tener confianza en que los supuestos del mercado competitivo operan. Esta idea no es nueva, sino una mera aplicación de lo planteado por *La Porta et al. (2003)* en el sentido que una regulación estatal del mercado de valores es inefectiva, y que facilitar la regulación privada a través de reglas de transparencia y responsabilidad que fueren coercibles por los accionistas son los factores claves para desarrollar un mercado de valores seguro.

### 2.3 El debate en el Reino Unido y Estados Unidos.

*“Históricamente, ha sido la filosofía moral, más que la economía, el elemento de mayor influencia en el debate corporativo del Reino Unido, centrando los reclamos morales (moral claims) en la participación y responsabilidad sobre aquellos que se ven afectados por los actos de la corporación (corporation)<sup>33</sup>”. Esta perspectiva se vio eclipsada por el peso de los argumentos de eficiencia que predominaron en la década de 1980. La respuesta fue una de dos vías: seguía siendo moralmente correcto incluir a aquellos que se vieran afectados por los actos de las compañías; y parecía correcto hacerlo sobre bases competitivas (era un buen negocio). Desde finales de la década de los ‘90 se vuelven a escuchar fuertemente los argumentos económicos más que sociales a la hora de decidir la regulación (Cheffins, 1997).*

Hacia finales de la década de los ochenta y principios de los noventa, se observó en el Reino Unido un pobre desempeño de las grandes corporaciones, lo que sumado a las altas cifras que recibían sus ejecutivos, planteó públicamente el problema de los Gobiernos Corporativos. Los fondos de pensión, fondos de inversión y otros Inversionistas Institucionales constituyen la mayor parte de la propiedad del mercado de valores del país, por lo que el comportamiento de los ejecutivos, sus remuneraciones y su desempeño eran cuestiones de interés público.

Frente al riesgo de una regulación legal como consecuencia de múltiples escándalos relacionados con las auditorías, los actores del mercado encomendaron en 1992 a una comisión dirigida por Sir Adrian Cadbury (**Cadbury Committee**), la elaboración de recomendaciones para mejorar las prácticas contables. El comité tomó la aproximación al problema considerando que las grandes falencias del sistema se encontraban en la conformación del Directorio, frente a lo cual elaboró las siguientes recomendaciones:

- Las decisiones más importantes debían ser tomadas por el Directorio y no por la administración.

---

<sup>33</sup> Dignam. Ob Cit. Página 379.

- No se debieran combinar las posiciones de presidente de la compañía y CEO (gerente general), pues representa una concentración de poder muy grande.
- El Directorio debe considerar directores no ejecutivos en cantidad suficiente como para tener un peso que lo equilibre frente a la administración. Estos directores debieran ser independientes de la compañía, y un comité debiera ser establecido por directores no ejecutivos que respondiera por la nominación de los directores, fijara su remuneración y evaluara el proceso contable.
- En consecuencia, tres sub comités debieran establecerse, compuestos principalmente por directores independientes, un comité de nombramientos, uno de remuneraciones, y uno de auditoría.

Los directores no ejecutivos (o independientes) fueron la respuesta que el *Cadbury Committee* dio a los problemas originados en la auditoría de la firma.

La forma como las recomendaciones de este comité se implementaron fue mediante el ya mencionado sistema de autorregulación, innovadora hasta la época; no era obligatorio a las compañías cumplir con ellas, pero sí que si no lo hacían debían explicar la razón. Esto fue lo que en la práctica exigía la bolsa de Londres y la autoridad reguladora de la época (hoy FSA, por su sigla en inglés).

Algunos asuntos no fueron resueltos de modo determinante por este comité: No especificó el concepto de independencia que se requería de los directores no ejecutivos (o NED, por su sigla en inglés); no especificó que el Directorio (y los sub comités) se debían reunir en ausencia del CEO de la compañía, lo que dió un amplio margen de maniobra a este último, monopolizando las reuniones.

En 1995 se produjo un gran ruido en la opinión pública británica por los sustanciales incrementos en los salarios de los ejecutivos. La industria reaccionó con la instauración de otro comité, dirigido esta vez por Sir Richard Greenbury (**Greenbury Committee**), que elaboró un informe sobre el punto (las remuneraciones), proponiendo las siguientes recomendaciones:

- No debieran haber directores ejecutivos en el comité de remuneraciones (aquel cuya función es revisar las políticas re remuneraciones de los trabajadores de la firma), debido a su evidente conflicto de interés.
- Stock-options como mecanismo de incentivos debieran ser sustituidos por otros criterios de medición y compensación de desempeño de largo plazo. Indicaron específicamente que el precio de la acción no debiera ser un mecanismo para medir a la administración, pues tiende a la maximización del precio en el corto plazo, olvidándose del largo plazo.
- Debieran haber mayores niveles de transparencia en las remuneraciones de los ejecutivos (directores y administradores)
- Los directores debieran tener contratos de uno a dos años renovables.

Al igual que su antecedente, el *Cadbury Committee*, este comité optó por la modalidad “*comply or explain*”.

El *Cadbury Committee* recomendó que sus propuestas fueran revisadas por un nuevo comité al cabo de unos años, lo que fue realizado por un comité presidido por Sir Ronald Hampel (***Hampel Committee***), en 1998. El resultado fue una codificación de las recomendaciones de los tres comités, concluyendo en el “***Combined Code***”. Sus recomendaciones fueron:

- Los directores no ejecutivos debieran tener un líder, quién debiera contrarrestar el poder del presidente y el gerente general.
- Los inversionistas institucionales debieran participar y votar más en las juntas de accionistas anuales.
- Las remuneraciones debieran ser más abiertas, incluyendo compensaciones “ocultas”, como programas de pensión para los ejecutivos, beneficios en bienes, etc.

Finalmente, el año 2003, un comité liderado por Derek Higos (*Higgs Committee*) se refirió a la labor de los directores no ejecutivos (NED), concluyendo en las siguientes recomendaciones:

- Al menos la mitad del Directorio de las grandes corporaciones debía estar compuesto por directores independientes.
- Es necesario definir y diferenciar las funciones del Gerente General y del presidente del Directorio.
- El rol de los directores no ejecutivos debía cubrir las siguientes áreas: estrategia, desempeño, riesgo y personal.
- Concluyeron que un director es considerado independiente cuando este es independiente en juicio y carácter y no existen circunstancias o relaciones que afecten o parecieren afectar su juicio. Esas circunstancias o relaciones se entienden existir cuando el director es o ha sido empleado de la compañía, ha mantenido negocios con la compañía, recibe cantidades por conceptos distintos a su cargo, tiene relaciones familiares con los empleados de la compañía, mantiene Directorios cruzados o mantiene contactos estrechos con los directores en otras compañías, es o representa a un accionista importante, y cuando ha servido más de 10 años en el Directorio.
- El Directorio debiera indicar, al menos una vez al año, los directores que estima son independientes
- Estas conclusiones fueron incorporadas posteriormente al “Combined Code”.

En Estados Unidos la **Sarbanes Oxley Act** de 2002 (en adelante **SOA**) introdujo modificaciones importantes a la ley de valores norteamericana de 1934. Esta ley es consecuencia de los escándalos corporativos relacionados con fallas en las prácticas contables de algunas de las corporaciones más importantes de Estados Unidos, típicamente el caso de *Enron* y *Worldcom*, que significaron la quiebra de miles de familias que tenían depositados sus ahorros en valores de esas compañías<sup>34</sup>. Esto generó una reacción muy fuerte por parte de los legisladores, puesto que las actividades desarrolladas por los directivos para ocultar información al mercado constituyeron en muchos casos “delitos de cuello blanco”, exacerbando el problema de la agencia.

---

<sup>34</sup> Apreda, Rodolfo. En su: Corporate Governance. Buenos Aires. Editorial La Ley. Año 2007. Página 301.

Conforme a la sección 906 de SOA, cada reporte periódico que contenga información financiera de las compañías debe ser acompañado con una declaración del Gerente General (CEO) y gerente de finanzas (CFO) certificando que: a) el reporte cumple con los requerimientos de la ley de valores; b) la información proporcionada en ellos representa de modo acertado, en todos los asuntos sustantivos, la condición financiera y los estados de resultados de la compañía.; c) que ellos han revisado personalmente el reporte; y que el reporte no contiene ninguna información falsa ni omisión sustantiva.

Tal vez el mayor aporte de la SOA es que hizo responsables a los administradores de la información entregada al mercado, así como del establecimiento de procedimientos para lograr una mayor transparencia y mejoramiento de los controles internos. Incorporó un criterio de independencia basado en los directores no ejecutivos en el comité de auditoría, siguiendo el camino de *Combined Code* del Reino Unido, e hizo obligatoria la presencia de un experto financiero en este comité

Con todo, esta regulación hizo bastante oneroso el listarse en las bolsas de Estados Unidos, significando una reducción de las empresas listadas en las bolsas de Nueva York y Chicago. Probablemente esta regulación, bastante estricta y onerosa, habría sido evitable de haber existido un mejor control de la administración y un mejor Gobierno Corporativo en las grandes compañías norteamericanas.

### **3. Los Gobiernos Corporativos en Chile**

#### **3.1 El estado de los Gobiernos Corporativos**

Conforme a un estudio de *McKinsey*, las principales características del sistema de Gobierno Corporativo de las empresas Chilenas son<sup>35</sup>:

1. Alta concentración de la propiedad.

---

<sup>35</sup> Global Investor Survey. McKinsey, 2004. [<http://www.feller-rate.cl/general2/articulos/gobcorpvr0706.pdf> ]

2. Poca efectividad en la resolución de los conflictos de interés, frente a los derechos de los accionistas.
3. Mayoría de directores vinculados al controlador.
4. Limitada difusión de la información (salvo las empresas que emiten ADRs y que, por tanto, se encuentran sujetas a las normas de la SEC –Securities and Exchange Commission.)
5. Fuente de financiamiento: la banca, el Estado y fortunas familiares (esto está cambiando rápidamente<sup>36</sup>)
6. Mercado de tomas de control poco desarrollado.

Según *Lefort*, el mercado nacional se caracteriza por una alta concentración de la propiedad y una elevada presencia de conglomerados. Estos últimos, a su vez, se caracterizan por un férreo control de las empresas, con una detentación accionaria superior a la que requerirían para obtener el control; asimismo, se reconocen estructuras piramidales. En cuanto a los directores se observa una baja rotación y una gran cantidad de “sillones” por director; aquello indica que los controladores son muy celosos de la información relativa a la empresa y que el director independiente es una figura poco común. De los Inversionistas Institucionales concluye que su regulación ha determinado estructuras corporativas simples y ordenadas. Por último, reconoce un mercado por el control poco activo como consecuencia de una elevada concentración.

La historia reciente de Chile no cuenta con grandes escándalos corporativos, lo que se debe a la existencia de una regulación que es, en esencia, buena. Eso no asegura que los derechos de los accionistas estén bien protegidos, por cuanto los grandes escándalos corporativos en el exterior se dieron en países con una buena legislación, pero insuficientes para prever los sofisticados instrumentos financieros con que se opera en el mercado ni capaces de anticipar “ingeniosas” prácticas contables. Junto a lo anterior, cabe recordar que las empresas nacionales sólo de modo reciente se han acercado al mercado de capitales en busca de financiamiento, por lo que el impacto que este puede tener sobre el funcionamiento de la economía, aunque creciente, es limitado.

---

<sup>36</sup> N. del A.

Lo anterior se explica porque las empresas en Chile todavía financian sus proyectos, en gran medida, vía deuda.

Es discutible si la causa de usar deuda como vía de financiamiento es una deficiente regulación del mercado de capitales –lo que estimo no es el caso, o simplemente la falta de liquidez del mismo. Y si esta última es la causa, no es necesariamente cierto que esto se deba a una mala regulación.

### **3.2 La evolución normativa de los Gobiernos Corporativos en Chile**

Previo a avanzar en las reformas legislativas que se han introducido a la ley de sociedades anónimas N° 18.046 y de Mercado de Valores N° 18.045, es fundamental revisar el contenido básico de la legislación en lo relativo a juntas de accionistas y Directorios, sin entrar al análisis de la naturaleza jurídica de las funciones de los directores.

#### **3.2.1 La Junta de Accionistas.**

Ya en el siglo XIX, el código de Napoleón contemplaba a la Junta de Accionistas el rol de órgano máximo de dirección de la sociedad. Uno puede observar en esto una similitud con el tratamiento del acto de comercio desde un punto de vista objetivo. El principio democrático detrás de ambas instituciones es innegable y ese espíritu se plasmó en la legislación civil y comercial, reconociendo al propietario del título (la acción), el legítimo derecho a decidir sobre el futuro de su inversión. Desde entonces la complejidad de la vida societaria ha incrementado la regulación, requiriendo la dictación de leyes más sofisticadas y complejas, pero bajo los mismos principios. Así, la ley de sociedades anónimas tiene como origen la regulación de la misma en el Código Civil francés, lo que nos servirá como un argumento para interpretar a esta sociedad en conformidad a las reglas del derecho común.

Las funciones más importantes de este órgano social conforme a la legislación chilena son<sup>37</sup>:

- Decidir sobre la modificación de los estatutos.
- Pronunciarse periódicamente sobre los resultados de la gestión social efectuada por el Directorio; en particular sobre la memoria, los balances sociales, reparto de dividendos y destino de los fondos sociales.
- Nombrar y remover al Directorio, inspectores de cuentas, auditores externos y liquidadores de la sociedad.
- Acordar la disolución, transformación, fusión y división de la sociedad.
- Resolver sobre cualquier asunto de interés social que no corresponda decidir a otro órgano social.

Las juntas tienen sólo dos limitaciones en cuanto a las materias que pueden resolver: No pueden resolver sobre materias que, según la ley o los estatutos, corresponda a otro órgano y, el ejercicio de sus atribuciones no puede afectar derechos individuales de los accionistas ya incorporados en su patrimonio.

Los accionistas expresan su voluntad mediante el ejercicio del derecho a voto a objeto de conformar una voluntad colectiva. De este modo, su regulación devenga en fundamental sobre la marcha de la corporación. Una consecuencia normal del principio democrático fue la lógica *“una acción un voto”*; sin embargo, la necesidad de recursos para las empresas familiares en que sus fundadores no querían perder el control de las mismas hizo que compañías familiares emitieran acciones de doble clase, lo que implicaba que algunas tenían ya más votos que otras, o que algunas no tenían derecho a voto alguno. También se contemplaron sistemas en que algunas tenían preferencia en el nombramiento de los directores o en la repartición de dividendos. De esta forma, el principio fue perdiendo vigor, al amparo de la libertad contractual que inspira la legislación civil y comercial.

---

<sup>37</sup> Art. 67 de la Ley N° 18.067. Obtenido en la Página del Congreso Nacional [ [www.bcn.cl](http://www.bcn.cl) ]

El redactor de la LSA respetó sólo en apariencia la relación una acción un voto pues si bien la considera como regulación supletoria, aceptó la incorporación mediante norma estatutaria de acciones con derecho a voto limitado o sin derecho a voto, y acciones preferentes. Así, el encabezado del artículo 21 de la LSA establece que *“Cada accionista dispondrá de un voto por cada acción que posea o represente. Sin embargo los estatutos podrán contemplar series de acciones preferentes o sin derecho a voto o con derecho a voto limitado”*. Este tipo de normas ha sido controvertida en muchas legislaciones, pues no obedece al principio que inspira la regulación y que tiene acogida desde el punto de vista económico como *“la proporcionalidad entre la detentación del capital y el riesgo asumido”*. Una norma de estas características no sólo desalinea la relación de propiedad y control, sino también a la primera con el riesgo asumido. Con todo, esta forma de estructurar la propiedad es usual en países pequeños con muchas empresas familiares, ya que es una forma de garantizar a sus propietarios que pese a abrir su empresa a la bolsa no van a perder el control sobre la misma.

La Junta de Accionistas puede funcionar ya sea en junta ordinaria o extraordinaria, siendo el criterio diferenciador la existencia o no de la necesidad de un pronunciamiento periódico de la junta respecto de una u otra materia<sup>38</sup>; Las juntas ordinarias se realizan una vez al año dentro del primer cuatrimestre siguiente a la fecha del balance y las materias objeto de su pronunciamiento están las contempladas en el artículo 56 de la LSA, que se refieren en general a la composición del Directorio, aprobación de balances, memoria, etc. y distribución de utilidades y reparto de dividendos; la junta extraordinaria, regulada en el artículo 57 LSA, y que sólo puede ser convocada por las personas expresamente facultadas al efecto, debe pronunciarse sobre los cambios de forma en la sociedad, las variaciones en el patrimonio de esta y las materias que le fueren encargadas por el estatuto social. Usualmente estas materias, por su impacto en el valor de la acción, requieren de un quórum más elevado de aprobación.

El funcionamiento de las juntas de accionistas es una materia cuya regulación se entrega al reglamento de sociedades anónimas. Desde la perspectiva de los Gobiernos Corporativos, sólo resulta interesante revisar las competencias por poderes (o *Proxy*

---

<sup>38</sup> Puelma Accorsi, Álvaro. *En su*: Sociedades. Tomo II. Santiago. Editorial Jurídica. 3ª Ed. Año 2003 Páginas 66 y 542. 1

rallies) y la posibilidad de participar por mecanismos electrónicos. En cuanto a lo primero, es una cuestión de hecho que se da cuando la propiedad de las sociedades es dispersa y hay unos pocos “líderes de opinión” (o de votos) entre los accionistas. En este caso, ellos recurren a competencias para recibir mayores poderes para votar en las juntas. Eso determina que ellos asuman un rol de representante del accionista, con lo cual comprometen su responsabilidad. La autorización a participar en juntas de accionistas por mecanismos electrónicos es una cuestión que nuestra ley no regula, y que sería importante discutir, pues tiene importancia para la internacionalización de algunas empresas que buscan capital en el exterior. Con todo, no es un tema absolutamente resuelto a favor de su admisión en la doctrina comercial comparada pues es un sistema caro y desordenado. Hoy una empresa puede buscar de mejor manera los recursos en el exterior por la vía de la emisión de bonos y negociar directamente con el representante de los tenedores de bonos, sin necesidad de complicar la estructura de su órgano máximo de su toma de decisiones.

### 3.2.2 El Directorio

La administración de la sociedad anónima corresponde al Directorio (Art. 31 LSA y 2061 CC), el cual la puede delegar en un gerente<sup>39</sup>. De este modo nuestro legislador, a diferencia de otras legislaciones como la Alemana y Francesa, no distingue entre la dirección y la administración de la sociedad. En su calidad de administradores de la S.A. la ley les otorga la representación judicial y extrajudicial para el cumplimiento del objeto social, estableciendo que poseen todas las facultades de administración y disposición que no fueren competencia privativa de la Junta de Accionistas. La fuente de la representación del Directorio es la ley conforme al artículo 40 inciso primero de la LSA.

La norma anteriormente referida resulta interesante en cuanto acota la representación del Directorio sólo a los negocios que ejecute en cumplimiento del objeto social, de lo que Puelma ha entendido que se trata de un caso en que si el Directorio

---

<sup>39</sup> Una reciente sentencia de la Corte de Apelaciones de Rancagua, ROL N° 1726-2006 decidió en el siguiente sentido: “(...) Que la administración de las sociedades anónimas está radicada en el Directorio y no en el gerente, el cual debe ser designado por el primero, el cual también debe fijarle sus atribuciones; así, el gerente está obligado a ajustarse a las instrucciones del Directorio.

La sociedad se vincula al gerente a través de un contrato de trabajo o prestación de servicios, y en subsidio a través del mandato o poder mercantil regido por el Código de Comercio, y por las reglas aplicables a los factores”.

actúa fuera de ese objeto compromete la responsabilidad de los directores, pero no invalidando el acto. Entiendo que no lo invalida en la medida que estemos frente a terceros de buena fe, por aplicación de las reglas más fundamentales de derecho civil; en consecuencia, si estamos frente a un caso en que el Directorio actúa fuera del objeto social, causa algún perjuicio a la sociedad, y ha habido mala fe de parte del co contratante, sería admisible intentar la acción de nulidad sobre el negocio que causa el perjuicio y no sólo generar obligación de indemnización para el Directorio.

En cuanto a la naturaleza jurídica de las obligaciones de los miembros de este órgano, tema que será abordado en el capítulo II, cabe recordar que la modificación del artículo 2061 del CC, en la dictación de la LSA impone una tesis organicista, en desmedro de la teoría del mandato previamente aceptada. En consecuencia, la función de los directores es velar por el interés social, y no por el de los accionistas con cuyos votos han sido elegidos.

La Ley no limita el número de directores, pero la regulación subsidiaria fija su número mínimo en 5 para las Sociedades anónimas abiertas y 3 para las cerradas. Las Sociedades cuyo patrimonio bursátil sea de más de 1.500.000 UF fija su número mínimo en 7. Este es un tema que se discutió mucho a nivel comparado en las grandes compañías. En la década de los ochenta fue común ver Directorios de hasta 20 integrantes en que la gestión social se hacía impracticable. Si uno revisa distintos códigos de Gobierno Corporativo (“*Combined Code*” en el Reino Unido, recomendaciones del “*Norby comitee*” en Dinamarca, recomendaciones de la OECD) se aprecia que se recomienda hasta un máximo de 9 directores. Esto dice relación con la posibilidad de gestionar bien la sociedad, y con no diluir la responsabilidad en la toma de decisiones.

Los estatutos pueden disponer de la existencia de directores titulares o suplentes, pero sólo los primeros tienen derecho a voto, el cual pasa a los segundos sólo cuando se ausenta un director titular. Ambos tipos de directores tienen derecho a voz. Si bien el órgano administrativo de la sociedad anónima es el Directorio, en nuestra legislación no se concibe el establecimiento de prerrogativas de administración especiales a un solo

director, lo que es consecuencia del hecho que estemos en presencia de normas de orden público.

El presidente de la sociedad es elegido de entre los directores y sus funciones más importantes son el efectuar las citaciones a sesiones extraordinarias de Directorio, confeccionar la tabla de materias a tratar (lo que no se encuentra en la ley sino en la costumbre) y, la más importante, dirimir los empates que surjan en el seno del Directorio.

Los directores se eligen en la primera Junta de Accionistas que se lleve a efecto una vez constituida la sociedad. Previamente serán aquellos que se establezcan en la escritura de constitución de la sociedad. La designación de un director titular, implica la del suplente. Asimismo, los accionistas pueden dividir sus votos en la elección en que se eligen. No es facultad legal del comité de directores a que hace referencia el artículo 50 bis de la LSA la proposición a la junta de candidatos a directores. Normalmente esa función va a recaer en el Directorio o los accionistas, lo que se estima a nivel comparado que puede representar un conflicto de intereses con la independencia que debieran tener quienes propusieran a los directores. Con todo, la existencia en Chile de un mercado concentrado determina que normalmente sean los accionistas mayoritarios o controladores quienes designan a los directores. Este es un punto en que los inversionistas institucionales pueden (y han) hecho valer su influencia, designando directores.

El artículo 33 LSA regula la remuneración de los directores, disponiendo que: *“Los estatutos deberán determinar si los directores serán o no remunerados por sus funciones y en caso de serlo, la cuantía de las remuneraciones será fijada anualmente por la junta ordinaria de accionistas.*

*En la memoria anual que las sociedades anónimas sometan a la junta extraordinaria de accionistas, deberá constar toda remuneración que los directores hayan percibido de la sociedad durante el ejercicio respectivo, incluso los que provengan de funciones o empleos distintos del ejercicio de su cargo, o por concepto de gastos de representación, viáticos, regalías y, en general, todo otro estipendio. Estas remuneraciones especiales*

*deberán presentarse detallada y separadamente en la memoria, avaluándose aquellas que no consistan en dinero*". El citado artículo provee de un ámbito de transparencia en cuanto a la remuneración de los directores, de modo que a este respecto la legislación Chilena parece, en esencia, buena.

De otra parte, el inciso final del artículo 39 de la LSA, refiriéndose a los gastos del Directorio, establece que *"Los gastos del Directorio serán presentados en la memoria social, agrupados por ítem relevantes, e informados en la junta ordinaria de accionistas"*.

El principio tras la norma es el que ya habíamos comentado, en el sentido que la decisión en materias sensibles (como la remuneración de los administradores) debe recaer en los propietarios de la sociedad. Sin embargo, hoy en día los paquetes de remuneraciones son sustancialmente más complejos que los existentes a la época de la dictación de la ley, lo que implica que hay muchos programas que no serán fácilmente comprensibles para los accionistas. Una de las formas más comunes es la concesión de *stock options*, pero hoy se conciben otras formas de alinear los intereses de los directivos (y sus remuneraciones) con el desempeño de la compañía. La solución que se ha encontrado a nivel de Gobiernos Corporativos es la composición de un comité de directores independientes que hagan la propuesta sobre las remuneraciones de los directivos a la Junta de Accionistas. De esta forma se evitan planes que busquen generar una situación ficticia a fin de devengar los planes de compensación<sup>40</sup>.

La ley establece que la remoción de los directores debe hacerse respecto de todos los directores (Eso equivale a decir que la remoción es al cuerpo completo del Directorio, lo que es coherente con la teoría organicista de la S.A.) y no respecto de uno individualmente considerado.

No hay reglas en la ley respecto a la edad de los directores Ni tampoco recomendaciones al respecto.

---

<sup>40</sup> Una forma de generar esta situación "ficticia" es adoptar estrategias riesgosas, explicarlas al mercado como inversión de largo plazo. Asumir estrategias riesgosas usualmente es bien evaluado en el corto plazo, pero sus niveles de retorno multiplicado por sus niveles de riesgo suelen no ser tan beneficiosos en el largo plazo. Otra forma es hacer un "manejo de los balances", en el sentido que estos reflejen una situación patrimonial mejor a la realmente existente. Por ejemplo, capitalizando pasivos, no reconociendo pasivos en la época en que se tiene certeza se van a devengar, etc.

En cuanto a las compatibilidades e incompatibilidades del presidente del Directorio, conforme lo dispone el artículo 39 del Reglamento de sociedades anónimas (RSA), el presidente será elegido por el Directorio en la primera sesión posterior a su constitución. Este cargo es incompatible con el de gerente general. Esta norma, de antigua data en nuestra legislación, no es la regla general a nivel comparado. En el sistema anglosajón (y particularmente el de Estados Unidos) no se produce tal incompatibilidad, lo que implicaba que en un sistema de “one tier board” el presidente, quién es a su vez el CEO (o Gerente General de la compañía) ejercía un poder desproporcionado frente al resto del Directorio, haciéndose imposible la fiscalización de los actos de administración (ver punto 2.3 de esta memoria).

En cuanto a las atribuciones y responsabilidad del Directorio, la función primordial del Directorio será administrar y representar a la sociedad, conforme lo disponen los artículos 31 y 40 de la LSA. En el ejercicio de sus atribuciones los directores tendrán que velar por el “interés social”.

Dada la importancia de la información (y su manejo) para determinar el valor de las acciones y hacer posible la fiscalización, el legislador en los artículos 43 y 46 ha establecido el cumplimiento de deberes de información respecto de las sociedades anónimas abiertas en la forma que establezca la superintendencia del ramo (lo que ha cumplido con la dictación de la Norma de carácter General N° 30), respondiendo solidariamente por los perjuicios que se causen como consecuencia de esa información, de guardar reserva respecto de los negocios de la sociedad, de la información social a que tengan acceso en razón de su cargo y que no haya sido divulgada oficialmente por la compañía.

En el ejercicio de sus funciones *“cada director tendrá derecho a ser informado plena y documentadamente, y en cualquier tiempo, por el gerente o el que haga sus veces, de todo lo relacionado con la marcha de la empresa. Este derecho debe ser ejercido de manera de no afectar la gestión social”*. Este derecho es el revés de la responsabilidad

que compromete cada director, y se debe entender que su ejercicio es fundamental para probar que ha cumplido con los niveles de diligencia en el ejercicio de sus funciones.

La Ley 19.705 (también conocido como MKI) creó la figura del comité de directores independientes dentro del Directorio, introduciendo el artículo 50 bis., con las siguientes funciones:

1. Examinar los informes de los inspectores de cuentas y auditores externos.
2. Proponer al Directorio los auditores externos y clasificadores de riesgo que serán propuestos a la Junta de Accionistas. En caso de haber desacuerdo entre la administración y el comité se presentarán ambas propuestas a la junta, la que decidirá.
3. Examinar los antecedentes relativos a las operaciones con parte relacionada a que se refieren los artículos 44 y 89 de la LSA.
4. Las demás materias que señale el estatuto social.

El mismo artículo provee el criterio para determinar si estamos frente a un “director independiente”, estableciendo que *“un director es independiente cuando, al sustraer de su votación los votos provenientes del controlador o de sus personas relacionadas, hubiese resultado igualmente electo”*

Esta norma ha sido un paso fundamental hacia la profesionalización de los Directorios de las sociedades anónimas en Chile, pues encarga a un ente independiente la revisión de materias en que el problema de la agencia se presenta con mayor fuerza. Con todo, pienso sería un avance la introducción de las funciones de nombramiento de directores y ejecutivos y de remuneración, ya sea a este u otro comité constituido por una mayoría de directores independientes.

### **3.2.3 El Gerente**

El gerente es quién maneja el día a día de la sociedad, quién está a cargo de la administración de ella en su giro ordinario, de modo tal que el Directorio debe delegar las funciones de administración en él. La LSA en su artículo 49 dispone que “Las

*sociedades anónimas tienen uno o más gerentes designados por el Directorio, el que les fijará sus atribuciones y deberes, pudiendo sustituirlos a su arbitrio”* Al gerente le corresponde la representación judicial de la sociedad y responde solidariamente con los directores de los acuerdos que se adoptaren en las sesiones de Directorios a las que él asistiere y cuando no constare en el acta su opinión contraria a él.

En el mismo sentido, el artículo 50 les hace aplicables las normas de responsabilidad de los directores, en lo que fueran compatibles con las responsabilidades del cargo o función.

La naturaleza jurídica de su vínculo es contractual (contrato de trabajo), aunque algunos señalan que se aplicarían las reglas del mandato.

Por último, este cargo es incompatible con el de presidente o director y, en el caso de las sociedades anónimas abiertas, con el de auditor o contador de la sociedad.

### **3.3 Reformas más importantes a la ley de sociedades anónimas**

Habiendo revisado las reglas orgánicas más fundamentales relativas al funcionamiento de las sociedades anónimas, a continuación revisaremos la evolución de la legislación en el tiempo.

El primer gran paso en la regulación de los Gobiernos Corporativos en Chile tiene lugar con la reforma al sistema de pensiones y la creación de las administradoras de fondos de pensiones (en adelante AFP).

Con el Decreto Ley n° 3.500 (en adelante, DL 3.500) se crea un sistema privado de administración de fondos de pensión cuyo objetivo es dar seguridad a las inversiones de los afiliados a un nuevo sistema de ahorro para la vejez, cuyo carácter es compulsivo para los trabajadores dependientes.

*“Los propósitos de este marco regulatorio son delimitar el riesgo de la cartera de inversiones por la vía de la diversificación de los activos, así como también exigir de estos un mínimo nivel de solvencia<sup>41</sup>”.*

En un comienzo la regulación era más bien rústica, sólo permitía la inversión en instrumentos de renta fija, y bien calificados en cuanto a sus niveles de riesgo. De a poco se han ampliado los instrumentos en los cuales pueden invertir y han cambiado las cifras limitantes; sin embargo, la esencia del sistema es la misma. Esto proveyó de gran profundidad al mercado de capitales chileno, asemejándolo en su estructura a aquellos más desarrollados.

En el capítulo II me detendré a revisar la estructura básica de una AFP y revisar brevemente el régimen de responsabilidad de sus directores y como estas reglas afectan los Gobiernos Corporativos.

### **3.3.1 La reforma al mercado de capitales I (MKI)**

El primer paso al reconocimiento de la necesidad de una regulación más profunda a las tomas de control es la llamada Ley N° 19.705, MKI, que es la primera se refiere de modo específico a la creación de estructuras jurídicas u organizacionales que resuelvan los conflictos de interés al interior de una Sociedad Anónima, perfeccionando la regulación de estas.

La MKI, que *“regula las ofertas públicas de adquisición de acciones y establece el régimen de Gobiernos Corporativos”* con miras introducir mecanismos de protección de los accionistas minoritarios, mejoró el régimen de administración de las Sociedades anónimas, perfeccionando las normas sobre negociación de los directores con personas relacionadas, prohibición de acciones con preeminencia en el control societario, permite

---

<sup>41</sup> Margozzini, Francisco. La Industria de las AFP. En: Baesa, Sergio y Margozzini, Francisco. Quince años Después, Una mirada al sistema privado de pensiones. Chile. Centro de Estudios Públicos. Año 1995. pp. 99-129.

a los fondos mutuos la elección de directores y crea comités de auditoría para las sociedades anónimas abiertas con un patrimonio elevado.<sup>42</sup>

En cuanto a las acciones privilegiadas ocurrió algo interesante, en tanto se redujo el plazo para los privilegios a un máximo de 5 años prorrogables<sup>43</sup>. Este es un punto sensible en las legislaciones comparadas, puesto que los mercados más dispersos suelen ver esto como una mala práctica que desalinea la propiedad y el control, mientras que los grupos controladores en los mercados concentrados lo ven como un incentivo a la inversión. Un caso interesante (y en alguna medida similar al nuestro) es el de Dinamarca, que no aceptó la propuesta de normativa de la UE en cuanto a la desaparición de las acciones de doble clase. Es normal que en países con elevada concentración que los grupos económicos se opusieran a estas nuevas regulaciones, pues les impedía “apalancar” el peso político de sus inversiones.

---

<sup>42</sup> El principal objetivo, según consta en acuerdo aprobado por el Senado en martes 7 de noviembre del año 2000, sesión 8ª, era introducir mecanismos de protección de los accionistas minoritarios: “Se introducen modificaciones a la ley de sociedades anónimas, estableciendo un conjunto de normas que regula el régimen jurídico aplicable a la administración de las sociedades anónimas abiertas, que denomina “Gobierno Corporativo”; esto con el propósito de proteger en forma adecuada y resguardar los derechos de los accionistas minoritarios y de los inversionistas no controladores y mejorar los mecanismos de autorregulación al interior de las sociedades anónimas. Con este fin el proyecto establece lo siguiente:

1. Se perfecciona el régimen jurídico de administración de las sociedades anónimas abiertas.
2. Se precisan y mejoran las disposiciones relativas a las negociaciones de los directores con personas relacionadas; con el propósito de dar mayor transparencia a las mismas y de minimizar, los conflictos de interés que puedan generarse en una operación determinada, así como con las sociedades filiales de las mismas.
3. Permite a los fondos mutuos ejercer su derecho a voto en la elección de los administradores -Directorio- de las sociedades anónimas que hacen oferta pública de sus acciones, en las cuales dichos fondos tienen la calidad de inversionistas, permitiéndoles elegir directores profesionales e independientes al controlador.
4. Se eliminan las acciones privilegiadas con preeminencia en el control societario.
5. Se refuerzan las facultades fiscalizadoras de los comités de auditoría; que son entidades internas de la empresa donde son mayoría los directores que representan a las minorías de accionistas, de tal modo que puedan ejercer un rol vigilante y preventivo en decisiones fundamentales que afecten a los accionistas.
6. Permite al Directorio usar mecanismos tecnológicos más expeditos para celebrar sesiones de Directorio “a distancia”, tales como medios de telecomunicaciones, de manera que no necesariamente deba estarse presente -físicamente- en una reunión de Directorio para adoptar acuerdos, sino que bastará con el uso de medios modernos de comunicación; a su vez, será responsabilidad del presidente y del gerente el resguardo de fidelidad del acta respectiva.
7. Se elevan los quórum para acordar determinadas materias por parte de las juntas generales de accionistas, a fin de otorgar un resguardo efectivo para los accionistas minoritarios, tales como transformación, fusión, creación de preferencias y otros casos que puedan establecer los estatutos, y se aumentan los requisitos para los acuerdos relativos a la enajenación de activos y constitución de garantías cuando se comprometan activos sociales.
8. Se permite la demanda por indemnización de perjuicios a cualquier accionista o grupo de accionistas que representen un 5% o más de las acciones o a cualquier director.
9. Se instauran nuevas causales para ejercer el derecho a retiro por parte de los accionistas disidentes”.

<sup>43</sup>La ley N°19.705 agrega al artículo 20 de la LSA “Los estatutos de las S.A. que hagan oferta pública de sus acciones podrán contener las preferencias o privilegios que otorguen a una serie de acciones preferencias o privilegios que otorguen a una serie de acciones preeminencia en el control de la sociedad, por un plazo máximo de 5 años, pudiendo prorrogarse por Junta extraordinaria de accionistas”

En cuanto a las tomas de control, el proyecto perfeccionó los mecanismos de información cuando se pretende tomar el control de una sociedad anónima que hace oferta pública de sus acciones.

Respecto al mercado por el control, el proyecto agregó un nuevo título a Ley de Mercado de Valores, sobre “Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones” que, inspirado en el estudio de numerosa legislación comparada y teniendo en cuenta los principios de transparencia de la información, otorga un trato igualitario para los accionistas y la debida protección.

Un elemento formal, pero de gran importancia en la reforma, es la introducción del artículo 133 bis que reconoce legitimidad activa a los accionistas que representen más del 5% de las acciones emitidas, o directores de la sociedad, para demandar indemnización de perjuicios en beneficio de la sociedad.

Se incorporaron, asimismo, normas relativas a la responsabilidad por infracción a las leyes de valores y de sociedades anónimas; se agrega un inciso final al artículo 55 LMV estableciendo la solidaridad por la infracción a las reglas del título XXV (relativo a las Ofertas públicas de adquisición de acciones); Esta norma reitera la idea del inciso 3º, que también consagra la solidaridad de ciertas personas por los perjuicios causados como consecuencia de infracción a las leyes y regulaciones que rigieren a sus organizaciones.

La reforma invierte la carga de la prueba en las operaciones con parte relacionada en el inciso final del artículo 44, al señalar que “(...) *en caso de demandarse los perjuicios ocasionados por la infracción de este artículo, corresponderá a la parte demandada probar que el acto o contrato se ajustó a condiciones de mercado o que las condiciones de negociación reportaron beneficios a la sociedad, salvo que la operación haya sido aprobada por junta extraordinaria de accionistas*”. Esta norma viene a complementar la presunción del artículo 45, que establece en su inciso final: “*se presume igualmente la culpabilidad del o los directores que se beneficiaren en forma indebida (...) de un negocio jurídico que (...) irroque perjuicio a sociedad*”

### **3.3.2 La reforma al mercado de capitales II (MKII)**

EL MKII no introdujo modificaciones sustanciales a lo que conocemos como Gobiernos Corporativos. El principal objetivo de tal ley fue promover el acceso al financiamiento de empresas de capital de riesgo a pequeñas y medianas empresas, el fortalecer la seguridad del mercado de valores, y promover el desarrollo del sistema financiero. De este modo, si bien los temas que se tocaron afectan tangencialmente lo que conocemos como Gobiernos Corporativos y en algún momento se pensó incluir temas de Gobierno Corporativo propiamente tal, aquello no prosperó, por lo que no se puede afirmar que estos sean objeto de regulación. En la tramitación de este proyecto (ahora ley N° 20.190), se decidió presentar con posterioridad una ley que se avocara específicamente a los Gobiernos Corporativos.

### **3.3.3 El proyecto de ley de Gobiernos Corporativos**

El 28 de Agosto del año 2007 ingresa al congreso por mensaje del ejecutivo un proyecto de ley que introduce *“perfeccionamientos a la normativa que regula los Gobiernos Corporativos de las empresas<sup>44</sup>”*

Los antecedentes tenidos a la vista por el legislador dan cuenta de los siguientes problemas en la administración de las SA: los Directorios no están cumpliendo el rol estratégico que les correspondería, un porcentaje considerable de las decisiones de las empresas se adoptan por el controlador fuera del Directorio, faltan métodos de evaluación de los directores, hay problemas de transferencia de información al mercado, hay una falta de políticas que prevengan el uso de información privilegiada y, finalmente, hay una escasa representación de los accionistas minoritarios.

Es así como el legislador recurre a cuatro principios o fundamentos en la elaboración de este proyecto: a) transparencia (aumentar los flujos de información al mercado), b) corrección de asimetrías de información y reducción de los costos de la información, c) el fortalecimiento de los derechos de los accionistas minoritarios (perfeccionando el

---

<sup>44</sup> Mensaje N° 563-355, de la Presidencia de la República. Boletín 5301-05. Biblioteca del Congreso Nacional, Chile. Proyecto en tramitación en el Congreso Nacional, de acuerdo al estado en que se encuentra al 30 de Enero de 2009.

derecho a retiro) y, d) el fortalecimiento de la autodeterminación (mejoramiento de la regulación de la Junta de Accionistas).

Como se puede apreciar, el proyecto se refiere a casi todas las áreas de control relevantes para una S.A. En algunos casos proyecto toma un camino a medias en relación a la legislación comparada (caso de los comités de auditoría) y en otros desregulan cuando los derechos de los accionistas minoritarios ya se han protegido de manera suficiente (el derecho a retiro), agrega un derecho “de expulsión”, lo que pienso debería facilitar cierto tipo de capital de riesgo en el largo plazo, e introduce un título a la LMV regulando a los auditores externos. Este último punto resulta fundamental a luz de lo ocurrido en Estados Unidos a comienzos de la década; de alguna manera se viene a llenar el vacío dejado por la ley N° 19.705 en la materia.

El proyecto es extenso y, en esencia, trata las siguientes materias:

*En cuanto a la divulgación de información: “el Directorio debe prepara y actualizar una lista de ejecutivos principales de la empresa. Los ejecutivos principales (ya definidos en la reforma anterior) deberán informar públicamente su posición en valores de la sociedad y el grupo y, reservadamente, su posición en valores en los principales clientes, proveedores y competidores. El Directorio deberá definir una política que asegure el flujo de información al mercado en el menor tiempo posible”.*

*En cuanto al uso de información privilegiada: “se agrega la prohibición de vender los valores cuando se está en posesión de información privilegiada. Se distingue la presunción de posesión de información de la presunción de acceso a la información. Se establece que es responsabilidad del Directorio que las empresas adopten y hagan pública una política interna que determine las obligaciones y responsabilidades de sus ejecutivos principales respecto de la transacción de valores de la compañía”*

*En cuanto a directores independientes: “se exige a toda sociedad de alta capitalización bursátil estar integrada por al menos un director independiente, estableciéndose presunciones de dependencia que impiden ser director independiente”*

El comité de directores incorporado por el artículo 50 bis ahora “*deberá estar siempre constituido por una mayoría de independientes*”, deberá contar con un presupuesto mínimo y deberá informar directamente a los accionistas.

Se crea un nuevo título que regula las operaciones con parte relacionada y establecer un procedimiento en que el Directorio tiene la obligación de explicitar los conflictos de interés.

En cuanto al funcionamiento de la Junta de Accionistas se mejora la información disponible y se elevan los Quórum relativo a enajenación de activos y decisiones sobre la independencia de los auditores, se permite la votación a distancia, reglamenta la forma de votación del controlador y requiere publicidad del nombre del director independiente.

Sobre la auditoría externa, se imponen incompatibilidades a las auditoras, limitando los montos de dependencia y dejando a la junta extraordinaria de accionistas, con voto favorable de 2/3, decidir sobre la renovación de los auditores o la prestación de otros servicios de asesoría.

Por último, sobre las OPAS, se propone la eliminación de la segunda OPA que consagra el 199 b) de la LMV y la incorporación de una especie de *squeeze-out right* (o derecho de expulsión).

De aprobarse el proyecto de ley se podrá apreciar una continuidad con la ley 19.705, que creó las instituciones necesarias para actuar como control al Gobierno Societario (sean estos controles externos o internos) introduciendo la técnica de la autorregulación a que ya hemos hecho mención. En este sentido coincido con la opción tomada por el ejecutivo que, según el informe del Instituto Libertad y Desarrollo (en adelante, “LyD”),

deja a la superintendencia con el papel de “velar por que se formulen las políticas y controlar su cumplimiento”<sup>45</sup>.

El ejecutivo ha presentado una propuesta coherente con la autorregulación al tratar de las adquisiciones o enajenaciones de valores de la sociedad o las relacionadas, obligando a sus ejecutivos a pronunciarse sobre las políticas de la compañía en esta materia, pudiendo imponer prohibiciones temporales, totales o calificadas.

La opción por la autorregulación tiene implicancias desde el punto de vista de la responsabilidad civil de los directores, puesto que los pone en la necesidad de precaver los conflictos de interés y regularlos; en ese sentido, interpreto de modo distinto al Instituto Libertad y Desarrollo (LyD) el efecto de una regulación como la mencionada; comparto la idea que queda entregada al mercado la evaluación de las políticas, pero pienso que hay un deber legal de regular los conflictos de interés, siendo parte del deber de diligencia de los directores, incorporado a sus responsabilidades en el marco de sus obligaciones contractuales con la sociedad.

Es particularmente destacable la propuesta que los comités de directores deban operar con una mayoría de directores independientes, pues este camino ha sido el tomado por las legislaciones extranjeras (o los códigos de gobierno corporativo que se usan como modelo y que ya hemos revisado) y les reconoce a ellos un papel fundamental en la resolución de los conflictos de interés, exigiendo cierta independencia en la toma de decisiones. Coherente con esa visión, el ejecutivo se ha preocupado de su presupuesto y los ha hecho responsables directamente ante la Junta de Accionistas. La presencia obligatoria de un director independiente, siguiendo para su elección el criterio mixto que ya se ha impuesto en nuestra legislación, exigiendo que sea independiente del controlador e independiente de criterio (y económicamente), como requisito previo para postular al cargo, complementándose de esta forma la redacción de un nuevo artículo 50 bis.

---

<sup>45</sup> Informe de la cámara de Diputados. Discusión parlamentaria del proyecto de ley sobre Gobiernos Corporativos. Disponible en [www.bcn.cl](http://www.bcn.cl)

El proyecto reordena la regulación de las operaciones con parte relacionada mediante la incorporación de un título especial (XVI) a Ley de Sociedades Anónimas. Se establece que se entiende por operación con parte relacionada, indica cuando estas puedan darse, y los requisitos con que se ha de cumplir.

Se entra de lleno a regular de modo orgánico la situación de las compañías auditoras, introduciéndose un título XXVIII, que regula a nivel marco lo que es una auditora externa, introduciendo como principio en la prestación del servicio “*la independencia de juicio respecto de la entidad auditada*”. Se contempla además, una inhabilidad para prestar servicios de auditoría externa cuando, además, se presten servicios de los mencionados en los numerales del artículo 242<sup>46</sup>. De otra parte, se establecen una serie de situaciones bajo las cuales se entiende la falta de independencia de las auditoras<sup>47</sup>, destacando la situación de la letra c) del artículo 244.

---

<sup>46</sup> Artículo 242.- Las empresas de auditoría externa podrán desarrollar actividades distintas de las señaladas en el artículo 239, siempre que no comprometan su idoneidad técnica o independencia de juicio en la prestación de los servicios de auditoría externa, y previo cumplimiento de su reglamento interno.

Con todo, las empresas de auditoría externa no podrán prestar simultáneamente y respecto de una misma entidad, servicios de auditoría externa y cualquiera de los servicios indicados a continuación:

- a) Auditoría interna;
- b) Desarrollo o implementación de sistemas contables y de presentación de estados financieros;
- c) Teneduría de libros;
- d) Tasaciones, valorizaciones y servicios actuariales que impliquen el cálculo, estimación o análisis de hechos o factores de incidencia económica que sirvan para la determinación de montos de reservas, activos u obligaciones y que conlleven un registro fecontable en los estados financieros de la entidad auditada;
- e) Asesoría para la colocación o intermediación de valores y agencia financiera. Para estos efectos, no se entenderán como asesoría aquellos servicios prestados por exigencia legal o regulatoria en relación con la información exigida para casos de oferta pública de valores;
- f) Asesoría en la contratación y administración de personal y recursos humanos;
- g) Patrocinio o representación de la entidad auditada en cualquier tipo de procedimiento judicial o arbitral o en cualquier gestión de carácter administrativo, lo que no impedirá que en tales casos la empresa de auditoría pueda declarar y proveer explicaciones relativas a materias de hecho, correspondientes a los servicios prestados a la entidad, los criterios utilizados o a la manera en que llegó a sus conclusiones;
- h) Asesoría legal, y
- i) Asesoría tributaria.

En las sociedades anónimas, solamente cuando así lo acuerde la Junta de Accionistas por las dos terceras partes de las acciones emitidas con derecho a voto, a solicitud fundada del Directorio, se permitirá la contratación de la empresa de auditoría externa para la prestación de los servicios indicados en los literales h) e i) del inciso anterior.

En aquellas sociedades que cuenten con comité de directores, se requerirá la autorización de dicho comité para contratar, de la empresa de auditoría externa, la prestación de otros servicios que, no estando incluidos en el listado anterior, no formen parte de la auditoría externa.

<sup>47</sup> **Artículo 244.-** Se entenderá que una empresa de auditoría externa no tiene independencia de juicio respecto de una entidad auditada en los siguientes casos:

- a) Si tiene, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, una significativa relación contractual o crediticia, activa o pasiva, con la entidad auditada o con alguna de las entidades de su grupo empresarial, distinta de la auditoría externa propia, ente tal o de las demás actividades permitidas de conformidad al artículo 242;
- b) Si, en forma directa o a través de otras entidades, posee valores emitidos por la entidad auditada o por cualquier otra entidad de su grupo empresarial, o

Al respecto parece válida la crítica de LyD, quienes sostienen que *“en la práctica esa limitación se erige como una poderosa barrera a la entrada al mercado de las auditoras y generará concentración del mismo, porque es muy difícil que empresas de auditoría pequeñas consigan en dos años un número de clientes de tamaño similar que aseguren la dispersión mínima requerida para ingresos”*<sup>48</sup>.

El proyecto introduce modificaciones en cuanto a la composición del Directorio, mediante la inclusión de un director independiente, que ha sido (a mi entender mal) denominado el director de los minoritarios. En estricto rigor se establece un criterio para definir la independencia de este director, al cual se le conferiría un lugar en el Directorio.

Resulta interesante la discusión que se ha dado en Chile al respecto, más aún en consideración de lo que veíamos más atrás a propósito de la composición del Directorio en USA y el Reino Unido. Uno podría entender que la inclusión de sólo un director independiente es para hacer de voz de la minoría, sin olvidarse del factor de concentración de nuestro mercado; pero decir que se trata de una expropiación de los derechos políticos del mayoritario (como pretende parte de la doctrina comercial nacional, liderada por LyD) parece una exageración, más aún cuando estamos frente a entidades que requieren de financiamiento público (no Estatal) para desarrollar sus proyectos.

El proyecto señala en su modificación al artículo 50 bis que *“El Directorio deberá estar integrado por a lo menos un director independiente. Corresponderá a los estatutos establecer su número, en caso de ser mayor a uno.*

*Se considerará independiente para estos efectos a quien no mantiene alguna relación con la sociedad, las demás sociedades del grupo del que ella forma parte, su controlador, ni con los ejecutivos principales de cualquiera de ellos, que pueda privar a una persona sensata de un grado razonable de autonomía, interferir con sus*

---

c) Si 15% o más de sus ingresos anuales totales, por cualquier concepto, sumados a los de sus filiales y matrices, provienen del mismo grupo empresarial al que pertenece la entidad auditada. Esta causal de falta de independencia será aplicable a contar del tercer año de inscrita la empresa de auditoría externa en el Registro.

<sup>48</sup> Ob. Cit. Informe de la cámara de diputados. Página 10.

*posibilidades de realizar un trabajo objetivo y efectivo, generarle un potencial conflicto de interés o entorpecer su independencia de juicio.*

*Asimismo, se presumirá que no son independientes aquellas personas que (...)  
Serán elegidos como directores independientes aquellos candidatos que, cumpliendo los requisitos anteriores, obtengan una votación tal que, al sustraer de ella los votos provenientes del controlador y de sus personas relacionadas, hubiesen resultado igualmente electos”.*

El concepto de independencia incorporado por el proyecto de ley es uno que comprende dos elementos; a) por una parte requiere que no exista dependencia del controlador en términos de votación, de ahí que para su determinación deba resultar electo sin los votos de éste; y b) que este tenga autonomía e independencia de juicio, a lo que se suman ciertas presunciones bajo las cuales se pierde la independencia. Así, el concepto es a la vez formal y sustancial, lo que ha sido muy criticado por parte de la academia, que esperaría criterios puramente sustantivos.

En ese Sentido el investigador Sr. Buchheister del Instituto Libertad y Desarrollo, planteó en la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados que esto devengará en directores por completo ajenos al mercado en que la empresa se desenvuelve. Está implícito en su crítica un criterio puramente formal en que se atiende exclusivamente a su independencia de juicio.

Se aprecia una gran similitud en la forma en que el proyecto aborda el tema de la independencia, con las provisiones del “*Combined Code*” del año 2006, en particular la sección A.3.1. Con todo, el proyecto nacional va más allá, al excluir al controlador de su elección, lo que estimo obedece a razones de estructura de mercado local, en que el riesgo de expropiación del controlador es sustantivamente mayor.

El proyecto también introduce modificaciones a la composición del Comité de Directores, cuales deberán estar compuestos por una mayoría de directores independientes del controlador. Se permite la delegación de la labor del comité en sub

comités, permitiendo de esta forma la composición de comités especializados a los que hacíamos mención anteriormente. Llama la atención que no se requiera para la conformación de un sub comité de auditoría la presencia de un especialista financiero, como lo requiere la SOA.

En cuanto a las funciones del Comité de Directores Independientes, reformado por el proyecto de ley, las más importantes serían:

- Proponer al Directorio los auditores externos y clasificadores de riesgo de la compañía.
- Examinar las operaciones con parte relacionada (cuya regulación se incorpora mediante un nuevo título).
- Examinar los planes de compensación de los ejecutivos.
- Proponer al Directorio una política que contemple criterios de evaluación de los directivos.
- Autorizar la contratación de la auditora externa.

Llama la atención, en relación a otros Códigos de Gobierno Corporativo, la falta de una referencia a la forma de nombramiento de los ejecutivos de las compañías; probablemente el estado político del debate y la alta concentración de la propiedad accionaria actualmente existente ha hecho que no se vea como posible lograr consenso en cuanto a normar la forma de determinación de las contrataciones; sin embargo, el legislador pretende que este comité determine criterios para evaluar a los ejecutivos, por lo que estos responderían indirectamente a este comité. Como se puede apreciar, la importancia de las materias a tratar por este comité hace indispensable su independencia de los controladores.

En conclusión, estimo que de aprobarse este proyecto cambiará la forma en que se solucionarán los conflictos de interés al interior de las Sociedades Anónimas chilenas, puesto que buena parte de los casos que han suscitado la actuación de los Inversionistas Institucionales (casi exclusivamente las AFP) habrían tenido una solución legal, como explicaré en el Capítulo III de esta memoria. La forma en que el legislador

ha entrado a regular, ya con mucho más detalle, los conflictos de interés al interior de las sociedades anónimas es un reflejo de la relación fiduciaria existente entre el Directorio y los accionistas, y es la posición desmejorada de los accionistas minoritarios lo que justifica la regulación.

### **3.4 La normativa de la superintendencia.**

La Superintendencia de Valores y Seguros (en adelante “SVS”) estableció, mediante la Norma de Carácter General N° 30, un conjunto de procedimientos relativos a la inscripción e información de los instrumentos de oferta pública. Desde el punto de vista que he abarcado el estudio de los Gobiernos Corporativos, estimo que son particularmente relevantes como un mecanismo de proveer transparencia al mercado las Normas de carácter General 210 y 211.

La importancia de esta normativa es que abarca a todos los emisores de instrumentos de oferta pública, lo que comprende tanto a las sociedades anónimas abiertas, como a los emisores de bonos, ADRs, etc. reconociendo amplios espacios a la autorregulación. Esto extiende la preocupación por la veracidad de la información y la oportunidad con que se difunde no sólo de las sociedades anónimas, sino también a todos aquellos en cuyo negocio se encuentra comprometido el ahorro público. La referida normativa contiene, entre otras, provisiones relativas a la forma de hacer entrega de información relevante al mercado y de la actualización de esa información, relativo a ciertos emisores de valores, o de valores en particular.

La Norma de Carácter General N° 210, del 15 de enero de 2008, regula la calificación de la información de los emisores, distinguiendo entre Hechos Esenciales, Información Reservada e Información de Interés, estableciendo procedimientos para su difusión y la responsabilidad respecto de su información a la superintendencia.

La Ley de mercado de valores, en sus artículos 9 y 10 establece que las entidades inscritas en el registro de valores deberán informar en forma suficiente, veraz y oportuna

todo hecho o información esencial respecto de ellas mismas, de sus negocios y de los valores que ofrecen, en el momento en que ello ocurra o llegue a su conocimiento.

El ente regulador, en la letra A) de la NCG 210, dio dos criterios para determinar si un hecho es o no esencial: uno general, “*cuando ésta sería considerada importante para sus decisiones de inversión por una persona juiciosa*”. Nótese aquí la similitud de criterio que ocupa el legislador con la expresión civil “*Aquella diligencia y cuidado que los hombres emplean ordinariamente en sus negocios propios*”, aludiendo a un estándar de diligencia medio, que se traduce en la culpa leve, y B) otro particular y no taxativo, cuando (el hecho) pueda afectar de manera significativa, a: (i) los activos y obligaciones de la entidad; (ii) el rendimiento de los negocios de la entidad; y (iii) la situación financiera de la entidad. La norma tiene por fundamento el que cualquier variación en el patrimonio, o cualquier información que, con un grado elevado de probabilidad, pueda afectar el patrimonio de la sociedad, debe ser informado al mercado y al ente regulador. De este modo se facilita la revelación de información y se logra un mercado más transparente, que decide sobre sus operaciones basado en información fidedigna. Será interesante ver en unos años más como se relaciona esta norma con la obligatoriedad de las nuevas normas sobre información contable (IFRS) a ser aplicadas en el país, por cuanto debiera haber una correlación entre las notas a los estados financieros y esta información proporcionada al mercado.

En cuanto a la responsabilidad de la calificación de esta información, esta recaerá sobre el Directorio, el que podrá delegar la función, más no el régimen de responsabilidad en sí. De este modo, por ejemplo, si un Gerente General con las facultades debidamente otorgadas por el Directorio, no informa sobre la quiebra de un deudor importante para la sociedad, producto de lo cual disminuye de manera considerable el patrimonio de esta, la responsabilidad por esa omisión recaerá en el Directorio y no en el gerente general.

La Ley de Mercado de valores, en su artículo 10, en consideración a la existencia de información o Hechos que pueden afectar de manera sensible los negocios de una sociedad (su interés social), autoriza a que cierta información, pese a calificar como

Hecho Esencial, puede ser calificado como Reservado, lo que no implica que no se informe a la superintendencia, sino que no se informa al público en general, para evitar el perjuicio al interés social<sup>49</sup>. La calificación de esa información debe ser hecha por el Directorio o el órgano de administración cuando no sean S.A., y por acuerdo de  $\frac{3}{4}$  partes de los directores en ejercicio. Para que un hecho pueda ser calificado como reservado debe cumplir con 2 condiciones copulativas: (i) estar relacionado a negociaciones que se encuentren pendientes y, (ii) que la divulgación de la información pueda perjudicar el interés social de la entidad.

Conforme lo dispone la letra B) de la norma, el régimen de responsabilidad es más estricto que en el caso anterior, pues la responsabilidad es *exclusiva* del Directorio y es indelegable<sup>50</sup>. Asimismo, junto con la calificación, nuevos deberes surgen al Directorio o ente de administración: (i) que quienes conozcan esa información tengan a su vez obligación de confidencialidad respecto de esta y, (ii) que se tomen las medidas para asegurar esa confidencialidad.

La Información de Interés, consiste en aquella que no reviste el carácter de Hecho o información Esencial, pero que es útil para el adecuado análisis financiero de las entidades o sus valores. La norma en su letra C) sólo establece que cuando se otorgue esa información a grupos específicos, debe difundirse también al resto del mercado. Desde un punto de vista jurídico esta calificación debiera resultar más bien irrelevante, pues no habiendo una descripción de la obligación, ni una atribución de responsabilidad por su infracción, no es posible vislumbrar consecuencias jurídicas por su omisión.

La Norma de Carácter General N° 211 de la SVS, del 15 de enero de 2008, establece normas relativas a políticas y procedimientos sobre el manejo y divulgación de información, en lo que viene a ser un adelanto de las formas de autorregulación que

---

<sup>49</sup> La utilización de la expresión es interesante, pues podría servir de base para interpretar que el criterio orientador para la administración debe ser el de proteger “el interés social” y no la maximización del valor de la acción o instrumento.

<sup>50</sup> Resulta interesante la comparación con la responsabilidad generada por la omisión (o información falsa) de Hechos Esenciales esta “será responsabilidad del Directorio”, en el caso de la Información Reservada “El Directorio (...) o la administración, serán los exclusivos responsables”. Una interpretación “a Fortiori” nos permitiría interpretar -a contrario sensu- que en el primer caso la responsabilidad no es exclusiva del Directorio. Una interpretación sistemática de la norma, nos permitiría entender que aquellos en quienes se delega la facultad de calificar un hecho como Esencial, también son responsables, responsabilidad que sería simplemente conjunta.

explicita el proyecto de ley. Su fundamento es que *“...una mayor transparencia de las transacciones efectuadas por personas que ejercen cargos directivos o forman parte de grupos controladores de los emisores de valores, constituye una medida preventiva contra operaciones basadas en el uso de información privilegiada o realizadas con el objeto de manipular mercados.”*

La norma exige la elaboración, por los emisores de instrumentos de oferta pública, dentro de los cuales se encuentran las S.A. abiertas, emisores de bonos, etc., de un manual que contenga la política y normas internas referidas a la información que será puesta a disposición de los inversionistas, así como los sistemas que se implementen para garantizar su oportuna información al mercado.

En particular, la parte III, relativa al contenido del manual, N° 3 y 4, se muestra la forma en que toma lugar este modo de regulación:

*“3- criterios aplicables a la divulgación de transacciones y tenencia de valores emitidos por la correspondiente entidad o por otras sociedades pertenecientes a su grupo empresarial, o de valores cuyo precio o resultado depende, o esté condicionado, en todo o en parte significativa, a la variación o evolución de precio de los mismos, realizadas por los directores, ejecutivos principales y otras personas relacionadas a dichas entidades.*

*En el caso de contemplar disposiciones adicionales a las establecidas por la ley, debiera mencionarse esta circunstancia en forma explícita”*

*“4- Existencia de períodos de bloqueo o prohibición, que afecten a directores, ejecutivos principales, y a las personas relacionadas a cualesquiera de ellos, para la realización de transacciones con valores a que hace referencia el numeral 3. Este aspecto incluye, por ejemplo, las prohibiciones temporales de transacción (por ejemplo: en fechas cercanas a la divulgación de estados financieros) o durante circunstancias específicas (por ejemplo: negociaciones de fusión o tomas de control).”*

*“9- Normas sobre aplicación de sanciones y resolución de conflictos sobre la materia”*

Mientras el numeral 3 busca hacer transparentes los procedimientos mediante los cuales se transmitirá la información al mercado, el numeral 4 establece las reglas de funcionamiento interno relativo al tratamiento de esa información (junto con la NCG 210) en relación al comportamiento esperable de los directivos de la sociedad, y el numeral 9 establece sanciones. Estas sanciones debieran entenderse incorporadas a los contratos de los directivos, de modo tal que configuran el cuerpo normativo que los rige. De este modo, un directivo que es sancionado en virtud de infringir un reglamento interno y es obligado a devolver una cantidad de dinero a la sociedad, lo es por infracción a estas disposiciones, que son normas de carácter privado con refuerzo en las normas de carácter general 211, 30 y artículos 9 y 10 de la LMV, los que servirán de fundamento a esa obligación (tal vez sea este el mejor ejemplo de cómo opera jurídicamente la autorregulación en estas materias).

Esta forma de regular adoptada por la Superintendencia de Valores y Seguros, de facto en base a las facultades que le confiere el actual artículo 10, será reforzada de aprobarse el proyecto de reforma al mismo artículo a través de la ley de Mercado de Valores, que incorpora un inciso segundo, quedando de la siguiente forma en sus incisos primero y segundo:

*“Artículo 10.- Las entidades inscritas en el Registro de Valores quedarán sujetas a esta ley y a sus normas complementarias y deberán proporcionar información a la Superintendencia y al público en general con la periodicidad, publicidad y en la forma que la Superintendencia determine por norma de carácter general.*

*Será responsabilidad del Directorio de cada entidad adoptar una política interna que contemple los procedimientos, normas de control interno y responsabilidades que aseguren dicha divulgación. La política respectiva, deberá ajustarse a la norma de carácter general que dicte la Superintendencia.”*

Resulta evidente la intención del legislador de propender a la autorregulación en esta materia, lo que es un avance sustantivo en la técnica legislativa del derecho de sociedades.

## CAPITULO II

### LOS CONFLICTOS DE INTERÉS EN EL DERECHO

*Desde una perspectiva jurídica, los conflictos de interés importan no sólo la creación de estructuras normativas que resuelvan los conflictos que se suscitan en la toma de decisiones, como vimos en el capítulo I, sino que además importan la aplicación de ciertos principios a las relaciones que se suscitan entre dos o más personas cuando una confía a otra la administración de todo o parte de su patrimonio. Los Inversionistas Institucionales, en esta categoría, son responsables por sus actuaciones con fondos de terceros.*

*Siguiendo con esa idea, este segundo capítulo tiene por objeto revisar las relaciones de confianza y su regulación en la legislación civil y comercial chilena y comparada. Interesa caracterizar las obligaciones que surgen en el marco de los contratos de afiliación (o inversión) con las AFP u otros Inversionistas Institucionales. Bajo la actual legislación civil no hay claridad sobre cuál es la institución de aplicación supletoria (General) frente a conflictos de interés, tema central de los Gobiernos Corporativos, por lo que se busca determinar cuáles son las instituciones aplicables. Finalmente, el objetivo de este capítulo es repasar someramente la regulación de los principales Inversionistas Institucionales.*

#### 1. Introducción

El “problema de la agencia” a que hacía referencia en el primer capítulo de esta memoria, tiene sus manifestaciones en el derecho desde larga data, siendo los cuerpos que regulan el derecho societario aquellos que más profundamente han desarrollado la regulación desde un punto de vista económico. Esto es lógico, puesto que es en el derecho societario, en particular en el caso de las sociedades anónimas abiertas, aquellas en que se produce un mayor nivel de separación entre la propiedad y el control.

Desde un punto de vista conceptual, los Inversionistas Institucionales son vehículos de inversión que administran recursos de terceros y los aplican a la destinación que ellos o la ley les ordenan.

Desde un punto de vista legal, los Inversionistas Institucionales, definidos en el artículo 4 bis letra e) de la ley N° 18.045, son los bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro y entidades de fondos autorizadas por la ley. El mismo artículo establece que también serán considerados Inversionistas Institucionales las entidades que determine la superintendencia, pero siempre y cuando cumplan con los siguientes requisitos copulativos:

- Que su giro principal sea la ejecución de inversiones financieras o en activos financieros, con fondos de terceros.
- Que el volumen de sus transacciones, naturaleza de sus activos u otras características, permita calificar de relevante su participación en el mercado.

De la normativa legal se desprenden ciertas ideas matrices que el legislador considera para efectos de establecer cuando estamos en presencia de un Inversionista institucional: (i) el giro debe ser de inversiones financieras o en activos financieros; (ii) deben operar con fondos de terceros y, (iii) por el monto de sus operaciones, deben tener una participación relevante en el mercado.

El establecimiento de este tipo de entidades tiene que ver con razones de orden público económico, como serían:

1. Al operar con recursos de terceros, en su seno se presentan conflictos de interés, que deben ser regulados de modo uniforme para todas aquellas entidades que presentan estas características.
2. Su tipo de operaciones hace que su regulación deba ser rigurosa, por cuanto manejan información muy sensible y que podría afectar la operatividad del mercado.

3. Por volumen, sus transacciones representan buena parte del ahorro nacional, por lo que su estabilidad (individualmente) es importante para la estabilidad del sistema en su conjunto.

Para analizar correctamente la función que han cumplido los Inversionistas Institucionales en relación a los Gobiernos Corporativos, tema ya analizado en su estructura en el primer capítulo, primero debemos remitirnos a la naturaleza de sus deberes, para poder analizar posteriormente desde un punto de vista jurídico si han dado cumplimiento a sus obligaciones y determinar cual ha sido su aporte.

La legislación de sociedades anónimas basa el análisis jurídico de responsabilidad en las obligaciones de los directores y administradores de la S.A. Este análisis, dada la estructura jurídica de las AFP, se repite en la relación jurídica que existe entre los directores y administradores de la AFP y los accionistas de la misma; sin embargo, los afiliados a cada AFP -y esta es la relación que nos interesa ahora- tienen una relación jurídica cuya naturaleza es diferente a la de los accionistas, puesto que ellos sólo son dueños de su cuota en el fondo, mas no de la administradora, entidad que es la encargada de ordenar e invertir los recursos que se le entregan, por lo que su interés no es la rentabilidad de la administradora, sino del fondo administrado.

Este trabajo se revisa como los Inversionistas Institucionales (y en particular las AFP), en el marco de éste segunda relación jurídica entre Afiliados-AFP, han hecho valer los derechos de los afiliados (o cuota habientes) como titulares de los derechos de propiedad que ellos proporcionalmente tienen sobre las sociedades anónimas que son objeto de su inversión.

Hecha la distinción del objeto de este capítulo, cabe revisar cual es la naturaleza jurídica de esta segunda relación. Podemos adelantar que la relación AFP - Afiliado se caracteriza por ser una relación de confianza.

## 2. Relaciones de Confianza, Instituciones Jurídicas

La separación de la propiedad que subyace al problema de la agencia, ha sido tratado ya desde Roma, ya sea en los casos de sucesión por causa de muerte, ya por un acto entre vivos.

### 2.1 Antecedentes Históricos e Instituciones Jurídicas.

#### 2.1.1 El problema de la agencia en el Derecho Romano

La necesidad de confiar a otros la administración de bienes ha sido un tema que ha desvelado a los juristas a lo largo de los siglos. En el derecho Romano esto se manifestó, entre otras, en la figura del *fideicommissum*, en los casos de sucesión por causa de muerte, y en el *paco fiduciae*, por acto entre vivos<sup>51</sup>.

Por la naturaleza del negocio que nos ocupa (el de la administración de fondos de terceros), sólo me referiré a la figura por acto entre vivos.

El Pactum fiduciae puede revestir dos formas: el *pactum fiduciae cum creditore* o el *pactum fiduciae cum amico*.

El **pactum fiduciae cum creditore** fue un negocio a título oneroso, y representó una forma de garantía consistente en que el deudor, requerido por su acreedor para prestarle una seguridad real, transfería por “*mancipatio*” o “*in jure cessio*” (actos formales de tradición) la propiedad de un bien con cargo que le fuera retransferido una vez satisfecha la obligación principal. Esta figura constituyó una verdadera garantía real y en sus orígenes la obligación de restitución se apoyó exclusivamente en la buena fe del fiduciario. Posteriormente, en el desarrollo de la figura, se reconoció la *actio fiduciae*, para lograr su restitución. Para nuestros efectos, lo que importa de esta figura es que es una primera forma de transferencia de propiedad a manos de un tercero con una función determinada, cual es la de constituir una garantía real a favor del acreedor de

---

<sup>51</sup> Rodríguez Azuero, Sergio. Antecedentes Históricos Remotos, En su: Negocios Fiduciarios, 1ª Edición, Bogotá, Editorial Legis, 2005, Página 7.

una obligación determinada. El fiduciario figuraba ante terceros como propietario del bien objeto de la garantía. Las desventajas son evidentes, más aún al comienzo, por cuanto se sustentaba exclusivamente en la voluntad del fiduciario de restituir la cosa objeto de la garantía.

El **pactum fiduciae cum amico**, en cambio, fue un negocio no oneroso, que se celebraba en interés del constituyente o fideicomitente (sería un contrato gratuito en la clasificación moderna), y que tiene por objeto transferir esos bienes a un tercero (fiduciario) para que actúe como dueño, celebrando contratos y actuando con las facultades inherentes al dueño. Tenía por objeto confiar la administración de ciertos bienes a terceros para efectos de delegar la administración cuando el fiduciante (o fideicomitente) se ausentaría por tiempo prolongado. Nuevamente se presenta en este caso la desventaja de pender la restitución de la mera voluntad del fiduciario.

El **fideicommissum** se elaboró a través de los años como una respuesta a las limitaciones de las sucesiones hereditarias; en esencia consistía en la transferencia por vía testamentaria de un bien a un fiduciario, el que aparecía externamente como propietario, y quién debía emplear en bien en beneficio de una tercera persona y eventualmente transferirle su propiedad. Esta institución fue evolucionando con los años, en el sentido de imponer mayores controles al cumplimiento del encargo por parte del fiduciario, y de limitar las cargas impuestas por el fideicomitente; en particular, a través de las sustituciones fideicomisarias. Evidentemente aquí encontramos el antecedente de lo que es la propiedad fiduciaria de que habla el Código Civil de Bello.

### 2.1.2 La Propiedad Fiduciaria

En derecho chileno, el estudio del Fidecomiso se produce a propósito de una forma especial de regulación del derecho de propiedad: *La Propiedad Fiduciaria*, que es aquella forma de propiedad “*que está sujeta al gravamen de pasar a otra persona por el hecho de verificarse una condición*” (Artículo 733 inciso 1º del Código Civil) y clasificada dentro de los derechos reales de goce<sup>52</sup>. En virtud de lo anterior, el acento se pone en el

---

<sup>52</sup> Alessandri, Arturo y Otros., *En su*: Tratado de los Derechos Reales página 80, Editorial Jurídica V Edición; Peñailillo Arévalo, Daniel, *En SU*: Los Bienes. Pag. 307. Editorial Jurídica. 3ª Edición.

fideicomiso como una forma del dominio, con las características inherentes a la regulación de este tipo de derechos, como su forma de constitución, protección, duración etc., y no como un contrato que genera obligaciones principales y accesorias.

A consecuencia del estrecho análisis anterior, cuando se estudian las relaciones personales que conllevan administración de bienes de terceros, se debe recurrir más a construcciones doctrinarias y estudios de derecho comparado que a normas legales locales, lo que resulta particularmente claro cuando se revisa la escasa literatura existente sobre los deberes de los directores de las sociedades anónimas, en que buena parte de la ella se refiere a construcciones de derecho comparado. Se podría recurrir a la figura del fideicomiso si esta hubiera sido concebida como un contrato que generara sólo derechos personales o una forma de propiedad pensada para todos los bienes, pero la verdad es que don Andrés Bello lo concibió principalmente (aunque no excluyentemente) pensando en cosas corporales, por contraposición a las cosas incorporales que vienen a ser los derechos y las distintas formas de desmaterialización que ha sufrido la riqueza en los últimos decenios.

Así, parece que las normas del fideicomiso no fueran óptimas para analizar los deberes que recaen sobre los Inversionistas Institucionales como administradores de fondos de terceros y, menos aún, sobre los directores de sociedades anónimas; sin perjuicio de lo anterior, revisaremos a continuación las características más fundamentales del fideicomiso en Chile para posteriormente hacer la comparación entre esta forma de propiedad, los *trusts* del derecho Anglo Americano y la *fiducia mercantil* Latinoamericana.

En el fideicomiso intervienen, normalmente, tres personas: El constituyente o fideicomitente, el propietario fiduciario o fiduciario, y el beneficiario o fideicomisario.

El fideicomitente es quién dispone de una cosa suya a favor de un otro a quién grava con la obligación de restituirlo a si mismo o a un tercero en el evento de verificarse una condición; El fiduciario es quién recibe la cosa con cargo de restitución; El fideicomisario es la persona a quién, si se cumple la condición, debe restituirse la

propiedad que recibió, primeramente, el fiduciario. La condición de que pende la restitución (traslación de la propiedad del propietario fiduciario al fideicomisario) es una condición especial y resolutoria sólo para el propietario fiduciario. Para el fideicomisario es una condición de carácter suspensivo.

Una característica particular del fideicomiso, es que estamos frente a un solo derecho: el de propiedad. De modo tal que el propietario fiduciario es tan dueño como el fideicomitente y el fideicomisario, sólo que su derecho se extinguirá por el hecho de cumplirse una condición, o se consolidará cuando ella no se cumpla o se torne imposible; he aquí una primera gran limitación para el análisis de los inversionistas institucionales: ellos no son dueños de los bienes que transan<sup>53</sup>.

Sin perjuicio que un análisis detallado de la figura se puede encontrar en Tratados de Derecho Civil, para efectos de determinar si esta figura puede ser usada para un análisis de la responsabilidad de los Inversionistas Institucionales, es necesario realizar un breve repaso a los requisitos de existencia de esta forma de propiedad y los derechos y obligaciones del propietario fiduciario.

Para que un fideicomiso pueda constituirse es menester que reúna los siguientes requisitos: i) que los bienes sobre los cuales recae sean susceptibles de constituirse en fideicomiso; ii) que se constituya a favor de dos personas: el propietario fiduciario y el fideicomisario; iii) que la traslación de la propiedad del primero al segundo dependa de una condición.

i) *Que los bienes sean susceptibles de fideicomiso:* conforme lo dispone el artículo 734 del Código Civil, no puede constituirse fideicomiso sino sobre la totalidad de una herencia o sobre una cuota determinada de ella, o sobre uno o más cuerpos ciertos. Esto implica que sólo se puede constituir fideicomiso sobre cosas que revistan alguna de esas condiciones, no siendo posible la constitución de un fideicomiso sobre una cosa

---

<sup>53</sup> Todavía, esta última afirmación resulta dudosa si se piensa que el afiliado a una AFP o inversionista en un fondo mutuo entrega dinero para ser invertido y que al ser este una cosa fungible, hasta el momento en que no se verifique la inversión, este sería de la administradora, pues las cosas fungibles se confunden unas con otras y respecto de ese dinero no habría propiamente un derecho de dominio para los afiliados.

genérica. En consecuencia, no se podría constituir un fideicomiso sobre un *valor* en el sentido que da a esa voz la ley 18.045, pues se trata de una cosa genérica y menos aún sobre el *dinero* que entregan los afiliados de las AFP, siendo éste una cosa genérica por excelencia. La única excepción en la legislación chilena a este respecto es la ley general de bancos, que permite a las comisiones de confianza administrar dinero, pero para ello se requiere norma especial que lo autorice.

ii) *Que se constituya a favor de dos personas*: Esto es consecuencia del hecho de ser un negocio de confianza, en que una confía a otro la administración de sus bienes. Este requisito se desprende del texto de la ley: puesto que la propiedad fiduciaria es la que está sujeta al gravamen de pasar a otras manos por el hecho de verificarse una condición. Este requisito sí se cumple en el caso de los Inversionistas Institucionales, por cuanto el Inversionista ha de restituir el monto de dinero o los valores

iii) *Existencia de una condición*: la restitución depende de una condición, frente a lo cual se extinguirá o consolidará el derecho del propietario fiduciario, transfiriéndose la propiedad al fideicomisario. No es admisible pensar que la restitución a que da origen un depósito en un fondo mutuo o AFP depende de un hecho futuro e incierto, pues su devolución está establecida por ley. Cosa distinta es que no exista claridad en cuanto a la fecha y monto de la “restitución”, por cuanto las inversiones se hacen por períodos largos; aún más, la restitución procede respecto de los herederos, por lo cual la inexistencia del fideicomisario no consolidaría nada (ya que no son propietarios mal podría hablarse de una consolidación de la propiedad).

Una consecuencia del hecho que el propietario fiduciario sea dueño de la cosa constituida en fideicomiso es el tipo de derechos que adquiere: puede transferirla y transmitirla; puede constituir gravámenes (con autorización judicial), la cosa constituida en fideicomiso es inembargable (no así sus frutos); posee la libre administración de la cosa y, tiene derecho a gozar los frutos que la cosa produce. El sólo hecho que estos derechos sean consecuencia inmediata de su titularidad como dueño basta para hacerlos inaplicables de modo absoluto a la situación de los Inversionistas Institucionales.

Si bien las obligaciones que se generan se basan en la misma situación (sucesión en titularidad del dominio sobre el bien), es precisamente el estar contempladas en protección de terceros la razón de por qué estas pueden darnos alguna luz sobre las obligaciones de los Inversionistas Institucionales; Las principales obligaciones del fiduciario son conservar la cosa; la formación de un inventario; el pago de ciertas expensas, y la “restitución” de la cosa.

El deber de conservación está comprendido en la administración de la cosa, respondiendo hasta de culpa leve (esto es, responde de la diligencia o cuidado que los hombres emplean de ordinario en los negocios propios), y es responsable de todos los deterioros o menoscabos que provengan de su hecho o culpa Y debe entenderse dentro de los hechos las omisiones que son aptas para generar responsabilidad. El propietario fiduciario, a objeto de determinar los bienes que debe restituir, debe formar un inventario solemne (*artículo 754 del Código Civil*). Asimismo, el propietario fiduciario debe cubrir las expensas necesarias, esto es, los gastos que se realizan en una cosa de modo obligatorio para su conservación. Por ejemplo, en el caso de un corredor de bolsa que administra valores de terceros, sería el pago al Depósito Central de Valores o de defensa judicial (en el caso del representante de los tenedores de bonos, o de las AFP cuando ejercen demandas en defensa de los intereses de los fondos que administran).

Cumplida o fallida que sea la condición, se extingue o consolida la propiedad del fiduciario, frente a lo cual procederá la restitución de los bienes constituidos en fideicomiso, debiendo indemnizar los menoscabos o deterioros que provengan de su hecho o culpa.

Como hemos podido revisar, la institución de confianza paradigmática en derecho romano, como es el fideicomiso, y que tiene su equivalente en el *trust* angloamericano, no puede ser usado como una figura base para analizar la responsabilidad de los Inversionistas Institucionales por cuanto los supuestos de existencia del mismo no se dan. La principal razón de lo anterior es que la propiedad fiduciaria, así entendida, supone que hay una transferencia (*o trasmisión*) de propiedad del constituyente al

fiduciario, lo que nunca ocurre en el caso de los inversionistas institucionales, que manejan fondos de terceros.

Sin perjuicio de lo anterior, ciertas normas básicas quedan establecidas para el administrador de bienes cuando estos dicen relación con un patrimonio que podría pasar a manos de terceros: *las facultades de conservación son de la naturaleza y su ejercicio constituye su obligación principal*; a efectos de determinar los bienes objeto de restitución *debe formarse un inventario solemne*; el fiduciario, pese a ser propietario, deberá *indemnizar los perjuicios que sean consecuencia de su hecho o culpa*. En consecuencia, cuando analicemos la figura del Inversionista Institucional siempre deberemos tener en mente un “mínimo exigible”: deberán haberse agotado los medios de conservación sobre los valores y su representación en dinero, pues es esto lo que se les encarga; a objeto de determinar cuales son los valores que mantienen en custodia (o que administran) debiera realizarse un inventario (no solemne, pero al menos simple y actualizado) con los valores que representan sus inversiones, lo que debe ser informado al cotizante o inversionista e indemnizar perjuicios cuando no actúen con la diligencia que les establece la ley, todo lo cual encuentra acogida, como veremos en los capítulos siguientes, en las disposiciones que regulan el actuar de los Institucionales.

Dentro de las normas del fideicomiso, relativa a las excepciones a las reglas de derechos y obligaciones del fiduciario, encontramos la figura del *tenedor fiduciario*, que es aquel que es instituido como fiduciario, pero que no puede aprovechar los frutos de la cosa, debiendo reservarlos para el fideicomisario. En este caso la remisión se hace a los curadores de bienes.

Así, el artículo 749 del Código Civil dispone: *“Si se dispusiere que mientras pende la condición se reserven los frutos para la persona que en virtud de cumplirse o de faltar la condición, adquiera la propiedad absoluta, el que haya de administrar los bienes será un tenedor fiduciario, que sólo tendrá las facultades de los curadores de bienes.”*

En el mismo orden de remisión a otras normas civiles, la legislación bancaria ha establecido que cuando se establezcan comisiones de confianza que administren bienes

constituidos en fideicomiso, si no se determinaren los derechos y obligaciones del banco, corresponderán a este las del curador de bienes (*Artículo 86 N° 8 de la Ley General de Bancos*<sup>54</sup>).

En conclusión, a primera vista se podría aseverar que cuando estamos frente a la administración de bienes de terceros en el marco de contratos de confianza, la regulación civil supletoria sería la de los curadores de bienes, que analizaremos a continuación.

### **2.1.3 Curaduría de bienes**

Como veíamos a propósito de las reglas establecidas en el título anterior “la propiedad fiduciaria”, en aquellas situaciones en que nos encontramos frente a lo que hemos denominado “problemas de agencia”, y que no reciben acogida bajo las reglas del fideicomiso, el legislador ha hecho referencia expresa a las normas de los curadores, estableciendo, por ejemplo, que en aquella parte no regulada por las normas contractuales, las comisiones de confianza de los bancos se regirán por las reglas de los curadores.

En virtud de aquella referencia expresa, resulta evidente que el legislador ha confiado, en situaciones de disparidad de control sobre la propiedad de ciertos bienes, en la institución de los curadores como aquella que provee una regulación más acuciosa en cuanto a la forma de solucionar conflictos de interés. Con todo, dado que no es la regulación supletoria aplicable a las AFP, sólo nos referiremos a ella en cuanto a los principios que inspiran los deberes de las Administradoras.

La definición legal de las tutelas y curatelas está establecida en el artículo 338 del Código Civil, cual señala que *“Las tutelas y las curadurías son cargos impuestos a ciertas personas a favor de aquellas que no pueden dirigirse a si mismas o administrar competentemente sus negocios, y que no se hayan bajo potestad de padre o madre,*

---

<sup>54</sup> *“Artículo 86,- Los bancos podrán desempeñar las siguientes comisiones de confianza: N° 8 Ser administradores de bienes constituidos en fideicomiso, cuando así se haya dispuesto en el acto constitutivo. Ni el propietario fiduciario ni el fideicomisario, ni ambos de consuno, podrán privar al banco de la administración. Si no se determinaren los derechos, obligaciones y responsabilidades del banco, tendría éste las del curador de bienes”.*

*que pueda darles protección debida*". Llama la atención que una norma establecida para la administración de bienes de incapaces sea la norma de referencia en el caso de las comisiones de confianza, que pueden administrar bienes de capaces o incapaces. Llamaría aún más la atención esta intención (la mía) de usar una regulación establecida para quienes no pueden administrar lo suyo a personas que sí tienen esa capacidad, como sería el caso de los afiliados a una AFP; sin embargo, la contradicción no es tal por cuanto por una parte se trata de una mera remisión a la parte objetiva de la normativa y, por otra, el legislador del DL 3500 ha dispuesto que la administración de los fondos de pensión debe ser realizada por personas que adopten cierta calidad jurídica especial, como son las AFP.

Lo anterior importa, de alguna manera, que el legislador ha reconocido un nivel de incapacidad en los ciudadanos para administrar cierta parte de su remuneración, y por razones de orden público económico dispone que la administración se confíe a un tercero, organizado bajo las reglas que revisaremos más adelante. Las razones políticas que subyacen a esa decisión no son objeto de este trabajo, pero hay desde ya razones estrictamente ligadas a la seguridad social, normas en sí heterogéneas, ya de necesidad económica, como dar profundidad al mercado de capitales.

Cabe recordar que originalmente la figura del tutor mira tanto a la protección de la persona del pupilo como a sus bienes, y la del curador exclusivamente a estos últimos. Es por lo anterior que para estos efectos la remisión legal se hace al curador de bienes.

Dentro de los caracteres de esta institución que resultan más relevantes para los fines de este trabajo, destacan:

*"3) tanto el tutor como el curador general tienen la representación legal del pupilo y la administración de sus bienes (artículo 340)<sup>55</sup>"*

---

<sup>55</sup> Ramos Pazos, René. En su: Derecho de Familia, tomo II. V Edición. Santiago. Editorial Jurídica. Páginas 553 y siguientes.

*“7) Los guardadores son, por regla general, personas naturales. Por excepción, la Ley de Bancos, (DFL N°3, de 26 de noviembre de 1997) admite que estas instituciones puedan ser guardadoras en los términos indicados en el artículo 86 N° 4 de la misma ley. En el caso en que el guardador sea un banco, su función sólo alcanza a los bienes del pupilo y no a su persona, por lo que será necesario designar a otra persona”<sup>56</sup>.*

Dentro de las clases de curaduría destacan la curaduría “de bienes” y la curaduría “especial” que, como su nombre lo indica, son: aquella que se da a los bienes del ausente, a la herencia yacente, y a los derechos eventuales del que está por nacer, y aquella que se designa para un negocio particular, respectivamente.

El legislador ha establecido tres formalidades para que el curador pueda entrar en funciones: el discernimiento, que es un decreto judicial en que el tribunal verifica que se cumplen las condiciones necesarias para la curatela; que se hubiere rendido una fianza o caución que garantice al pupilo una buena administración: esta norma no es aplicable a los bancos y las comisiones de confianza, lo que es razonable puesto que las leyes de los bancos, AFP y distintos inversionistas institucionales establecen garantías mínimas que deben establecerse al momento de su constitución y, la facción de un inventario solemne de los bienes del pupilo, requisito que tiene por objeto la rendición de cuentas posterior.

El hecho que en el caso de los Inversionistas Institucionales, al celebrar un contrato de administración no exista un inventario solemne, no implica que no deban rendir cuenta de sus actuaciones, por cuanto esta formalidad es una medida de prueba y no una solemnidad propiamente tal, que tiene por objeto proteger al pupilo. En conclusión, resulta razonable que en un juicio de cuentas se pudiera exigir a estos últimos dar cuenta detallada de las inversiones, e indicar en que bienes específicos se han invertido los dineros.

---

56 Ob. Cit. Ramos Pazos.

Dentro de los actos que el guardador puede ejecutar libremente se encuentran los actos de conservación, reparación y cultivo, extendiendo su responsabilidad por ellos hasta la culpa leve, inclusive.

El legislador es particularmente riguroso cuando se trata del conflicto de intereses que pudiera afectar al curador, estableciendo que:

*“por regla general, ningún acto o contrato en que directa o indirectamente tenga interés el tutor o curador o su cónyuge, o cualquiera de sus ascendientes o descendientes, o de sus hermanos, o de sus consanguíneos o afines hasta el cuarto grado inclusive, o de alguno de sus socios de comercio, podrá ejecutarse o celebrarse sino con autorización de los otros tutores o curadores generales, que no estén implicados de la misma manera, o por el juez en subsidio”* (subrayado del autor).

*“pero ni aún de este modo podrá el tutor o curador comprar bienes raíces del pupilo, o tomarlos en arriendo; y se extiende esta prohibición a su cónyuge y a sus ascendientes o descendientes”*

Resulta interesante revisar la similitud de esta norma con la del artículo 44 de la ley de sociedades anónimas, y el evidente principio que se encuentra detrás de ella y que ha sido recogido por esta ley especial, cual es que las operaciones en que pueda haber un conflicto de interés o autocontratación deben ser revisadas por otra persona o cuerpo independiente<sup>57</sup>. Lo anterior adquiere el carácter de principio al ser utilizado frente a distintos conflictos e interés.

Junto a las obligaciones del guardador ya revisadas, hay que distinguir las obligaciones que tienen los guardadores durante el ejercicio y aquellas posteriores al término de la guarda: la principal obligación durante el ejercicio es la de *llevar una cuenta fiel, exacta y documentada de su gestión*, debiendo exhibir las cuentas en caso

---

<sup>57</sup> Ley N° 18.046, artículo N°44: *“Una sociedad anónima sólo podrá celebrar actos o contratos en los que uno o más directores tengan interés por sí o como representantes de otra persona, cuando dichas operaciones sean conocidas y aprobadas previamente por el Directorio y se ajusten a condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado (...)”*

de ser exigido a ello. A esta obligación se suman las *obligaciones de conservación* y aquellas inherentes al desempeño de su función con un estándar de diligencia que alcanza la culpa leve, de modo tal que no basta con conservar los bienes, sino que deben dar a ellos un manejo que daría un hombre medio; esto es, incrementarlos de modo razonable.

Dentro de las obligaciones posteriores al ejercicio de la guarda, encontramos *la de rendir cuenta, restituir los bienes al pupilo y pagar los saldos que resulten a su favor*. Estas obligaciones entiendo que son completamente extensibles a la situación de las AFP, puesto que su origen se encuentra en que la naturaleza de su función es la misma en ambos casos, la administración de bienes de terceros y es por ello que no pueden apropiarse de los saldos resultantes a favor, puesto que las operaciones las ejecutan “por cuenta y riesgo” del pupilo o del afiliado.

De otra parte, y nuevamente nos encontramos ante una similitud con el contrato celebrado con las AFP, el cargo de guardador es naturalmente remunerado, estableciéndose su remuneración en el artículo 526 del Código Civil. Con todo, cabe notar que bajo ciertos respectos la administradora (AFP) pierde el derecho a la remuneración: cuando ha llevado una administración fraudulenta o descuidadamente. En este caso, cuando por su negligencia el pupilo hubiere sufrido un detrimento o experimentado una considerable disminución de productos (entendidos como frutos civiles) debe indemnizar los perjuicios, lo que no es sino un principio general del derecho de contratos. Como ya he dicho, si bien la regulación de los curadores no es supletoria a la de las AFP, sí da cuenta de los principios tras la administración de bienes de terceros y soluciones a los conflictos de interés, aplicándose en mi opinión, las mismas soluciones y obligaciones.

#### **2.1.4 El Mandato**

El mandato es uno de los más típicos contratos civiles y, como tal, recibe su tratamiento de las normas del Código Civil, sin perjuicio que en su aplicación práctica, a propósito de cargos determinados en virtud de leyes especiales, su regulación pueda ser complementada o especificada.

El Mandato, al tenor de lo dispuesto por el artículo 2116 del Código Civil, “es un contrato en que una persona confía la gestión de uno o más negocios a otra, que se hace cargo de ellos por cuenta y riesgo de la primera”.

En cuanto a sus caracteres, es un contrato naturalmente remunerado, lo que se desprende de las normas contenidas en los artículos 2117 y 2258 del Código Civil y naturalmente de representación, de lo que se desprende que los actos que realiza una persona se radican inmediatamente en el patrimonio de una tercera, lo que constituye una de las modalidades más importantes de nuestra legislación civil y comercial; se trata de un contrato de confianza, siendo uno de los llamados contratos “*intuito personae*” en que la identidad de la persona en quién se deposita la confianza es fundamental, de modo tal que si desaparece alguna de las partes, el contrato se resuelve.

En el caso de los Inversionistas Institucionales y, más específicamente, las Asociaciones de Fondos de Pensiones, el carácter de confianza se muestra en el tipo social que se exige a aquellas instituciones dedicadas a administrar patrimonios o bienes ajenos. Normalmente revestirán el carácter de sociedades anónimas especiales, cuyo objeto será la celebración de cierto tipo de negocio jurídico y cuya legislación será especial frente a un mandato de carácter general.

En cuanto a los objetos del mandato, Stitckin afirma que pueden ser diversos, como por ejemplo *la conservación de un patrimonio, la administración de una industria, la ejecución de negocios de cualquiera índole económica de interés para el mandante y la ejecución de un negocio jurídico*<sup>58</sup>.

Así, la función de las AFP es una mezcla de dos de ellos: la conservación de un patrimonio, y la ejecución de negocios de índole económica de interés para el mandante. La importancia de esta distinción entre los objetos de un mandato dice

---

<sup>58</sup> Stitckin Branover, David. *En su*: El Mandato. Actualizada por el profesor Gonzalo Figueroa Yáñez. V Edición. Santiago. Editorial Jurídica. Página 44.

relación con la normativa aplicable, pues en uno y otro caso las facultades y derechos de mandante y mandatario diferirán sustantivamente.

En el primer caso, cuando el objeto de un mandato sea la conservación de un patrimonio, el mandatario estará provisto de las facultades de administración y el énfasis de su responsabilidad estará en los deberes que tiene respecto a tomar todas las medidas razonables para mantener el patrimonio que se le ha encomendado, para efectos de lo cual su comportamiento esperado consistirá en adoptar todas las medidas necesarias para evitar el detrimento de aquel. v.gr. impetrar medidas cautelares, perseguir en juicio a deudores, perseguir responsabilidad de aquellas personas que hayan causado algún perjuicio al patrimonio que este administra, etc. Esas medidas no son voluntarias para el mandatario, sino obligatorias pues su deber consiste en realizar todos aquellos comportamientos que tomaría un hombre medio diligente en el curso de sus negocios propios para proteger su patrimonio. Así, cuando una AFP en su calidad de administradora decide demandar en tribunales a los directores de una S.A., eso se hace en cumplimiento de sus funciones de conservación.

La ejecución de negocios de índole económica de interés para el mandante, se refiere aquel tipo de mandato en que el interés del mandante se traduce en incrementos patrimoniales, y en que las obligaciones del mandatario se cumplen tomando todas las medidas necesarias para la consecución de tal fin. En este caso, el mandatario obra con mayores niveles de discrecionalidad, pues es un principio básico de los negocios que a mayor riesgo, mayor es la ganancia o pérdida, de modo tal que a mayor interés de obtener ganancias, mayor sea la discrecionalidad de que debe disponer el mandatario para ejecutar negocios más riesgosos. Así, el legislador, previendo el conflicto de interés, introduce ciertas reglas en el artículo 2147 y siguientes del Código Civil.

*“Artículo 2147; En general, podrá el mandatario aprovecharse de las circunstancias para realizar su encargo con mayor beneficio o menor gravamen que los designados por el mandante; con tal que bajo otros respectos no se aparte de los términos del mandato. Se le prohíbe apropiarse de lo que exceda al beneficio o minore el gravamen designado por el mandato.*

*Por el contrario, si negociare con menos beneficio o más gravamen que los designados en el mandato, le será imputable la diferencia”.*

*“Artículo 2148; Las facultades concedidas al mandatario se interpretarán con alguna más latitud, cuando no está en situación de poder consultar al mandante”.*

En cuanto a las obligaciones del Mandatario, que es lo que nos interesa para determinar si estas reglas supletorias serían aplicables a los Inversionistas Institucionales, y en particular a las AFP, podemos concluir que sus obligaciones se reducen a:

a) ejecutar el encargo que se le ha confiado, con la diligencia de un buen padre de familia.

b) Dar cuenta de su gestión.

En cuanto al primero de estos deberes, el de obrar de modo diligente, la regla general en materia civil es que se es responsable por culpa leve, lo que significa que se debe obrar con la diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus negocios propios. Esta regla se aplica al mandato y no ha sido modificada legalmente para el caso de las AFP. Una consecuencia de esta regla y de la aplicación del principio de buena fe es la prohibición de cumplir el mandato cuya ejecución sería pernicioso para el mandante, contenido en el artículo 2149 del Código Civil. Esta regla muestra que las obligaciones literales establecidas en el mandato o en la ley, en el caso de las instituciones cuya regulación es especial y que se rijan en subsidio por estas reglas, no se imponen por sobre el criterio que debe adoptar el mandatario en la ejecución de su encargo. Así por ejemplo, una administradora de fondos de pensión que invierte en los instrumentos más riesgosos en un período de alta volatilidad, incumpliría a su deber fiduciario, por cuanto la volatilidad de los instrumentos le impide conservar el patrimonio que se le ha encomendado preservar y ese no sería el comportamiento que un hombre medio del ámbito de las finanzas tendría respecto de sus negocios propios. Del mismo modo, invertir en empresas altamente concentradas y con un conocido mal Gobierno

Corporativo infringiría sus deberes fiduciarios, por cuanto para el nivel de conocimiento de un Inversionista Institucional el mal Gobierno Corporativo es indiciario de un mal precio por acción, por lo que un hombre medio en posesión de esa información no invertiría en esa empresa. Así, si por ejemplo una persona se encuentra adscrita al fondo A (el de mayor riesgo) y la administradora invierte en empresas con esas características (concentradas o más riesgosas) y, como consecuencia de esa inversión se genera una pérdida, no podría la administradora excusarse en que invirtió en tales fondos por “orden” del afiliado en su elección de fondo, por cuanto el sentido común le exige promover la conservación del patrimonio, lo que con tal elección no se podría cumplir. Lo anterior se desprende del uso de la voz “límite máximo” que aparece en la regulación de los límites específicos de los objetos de inversión de los multifondos<sup>59</sup>.

En cuanto al deber de dar cuenta de su gestión, inherente a todos los negocios jurídicos de representación, en que una persona ejecuta un negocio por cuenta y riesgo de otra, el mandato es el mejor ejemplo de esto, por cuanto el mandatario debe indicar detalladamente el resultado de su gestión. Tratándose de obligaciones de medio y no de resultado, la doctrina estima que la indemnización procede cuando el mandatario se encuentre constituido en mora y el incumplimiento realmente hubiera irrogado perjuicios.

En conformidad con las reglas generales del derecho de contratos, basta en este tipo de casos con probar la existencia de la obligación y el perjuicio, siendo carga del mandatario probar que empleó la debida diligencia. En los términos de Stitchkin, *“El mandante que persigue la responsabilidad del mandatario por la inejecución del encargo sólo debe probar la existencia del contrato y el monto de los perjuicios que ha sufrido”*<sup>60</sup>. Esto, en el ámbito de las administradoras de fondos, se traduciría en que el afiliado sólo tiene que probar la existencia de un contrato de afiliación y el perjuicio que se ha producido en sus fondos; será de cargo de la administradora probar que ha empleado la debida diligencia en su función, la que no se agota en el cumplimiento de la normativa, sino que en la *lex artis* o usos normativos de aquellas personas especialistas en

---

<sup>59</sup> Decreto Ley Nº 3.500 de la República de Chile. Disponible en [ [www.bcn.cl](http://www.bcn.cl) ]

<sup>60</sup> Ob. Cit. Stitchkin. Página 259.

inversiones financieras<sup>61</sup> <sup>62</sup>. Lo anterior parece coherente con un mínimo de análisis económico de los contratos, puesto que pone el deber de la prueba de la diligencia en aquella parte que se encuentra en mejores condiciones de soportarla (generación eficiente de información).

Las obligaciones emanadas del mandato son obligaciones de hacer, ejecutar el mandato en los términos establecidos y por los medios que este dispone; El objeto del contrato se cumple con el cumplimiento de la obligación. Estas dos obligaciones deben guiar el actuar del mandatario, salvo las siguientes circunstancias:

- El mandatario debe abstenerse de ejecutar el encargo si de cumplirlo producirá perjuicio al mandante, lo que no es sino una aplicación práctica del principio de buena fe establecido en el artículo 1546 del código Civil y que inspira a todo el derecho privado.
- Que se encuentre en la necesidad de apartarse de los términos del mandato para obtener el objeto del mismo.
- Que pueda ejecutar el negocio con mayor beneficio o menor gravamen.
- Mandatario no está en situación de poder consultar al mandante.
- Que no le fuere posible al mandatario obrar de acuerdo a los términos del mandato.

Todavía, en el caso que el mandatario se encontrare imposibilitado de consultar al mandante, como sería en caso de una AFP, por cuanto la consulta a los administrados

---

<sup>61</sup> El profesor Enrique Barros, en su Tratado sobre Responsabilidad Extracontractual, se refiere a este último punto, al decir que *“En pocas materias del derecho de la responsabilidad civil se aplican con tanta nitidez las reglas generales sobre la determinación del debido cuidado como en el ámbito profesional. Los profesionales tienen el deber de adoptar, dentro de lo que resulta económicamente exigible, las medidas que satisfacen las expectativas normativas de seguridad que los terceros tienen respecto de su capacidad como expertos. Si alguien actúa en una condición profesional, los demás tienen derecho a asumir que ella dispone de las destrezas, conocimiento, entrenamiento y aun una inteligencia superior al promedio, porque ese es el estándar que usualmente se posee y resulta exigible de quienes actúan en esa condición. Por eso, aunque lo general es que los profesionales no garanticen el resultado deseado por el tercero, se entiende que tienen el deber de actuar de acuerdo con la lex artis de su actividad, esto es, de conformidad con los estándares de buen ejercicio profesional.”* Tratado de Responsabilidad Extracontractual. Enrique Barros Bourie. Editorial Jurídica de Chile. 1ª Ed. Página 662.

<sup>62</sup> El profesor Barros entiende por Usos Normativos o estándares, *“aquellas reglas reconocidas espontáneamente como expresión de un buen comportamiento y de aquello que usualmente se tiene por debido y que se expresan en expectativas de seguridad dentro de cada tipo de actividad. En principio, estos usos normativos pueden ser concebidos como reglas de cuidado condensadas por la práctica. A Veces, estas reglas están formadas por códigos de ética o de conducta (...)”*. Ibid. Página 104.

resulta inoficiosa, la contraparte normalmente será un tercero. Así, en el caso de los fondos de inversión, la contraparte será en muchos casos la Superintendencia de Valores y Seguros. En el caso de los bonos, será el representante de los tenedores de bonos, y en el caso de las AFP, será la Superintendencia de Pensiones, todos entes que en definitiva “negocian” en representación de terceros, autorizando ciertas operaciones.

En cuanto a la clasificación ordinaria de los mandatos, podemos distinguir dos tipos: los de “simple administración” y los “especiales”, atendiendo al objeto del mandato.

Los mandatos especiales son aquellos que contienen facultades no comprendidas dentro de las facultades de administración ordinaria contenidas en el artículo 2132 del Código Civil; las facultades de administración, inherentes a los mandatos de administración, se refieren a la realización de actos de administración correspondientes al giro ordinario del negocio. Por actos de administración hemos de entender “*aquellos que miran a la conservación del peculio administrado y la reparación e incrementos de los bienes, mediante obras, actos, contratos y enajenaciones que sean necesarias para dicho objeto*”<sup>63</sup>.

La limitación establecida en cuanto al giro administrativo ordinario se refiere a la naturaleza de los negocios ejecutados, que deben corresponder al objeto del mandato. Así por ejemplo, si una AFP compra un inmueble para el desarrollo de sus actividades con el patrimonio de los fondos de pensión, además de vulnerar la normativa especial que la rige, incumplirá sus deberes en cuanto mandataria, por cuanto los objetos de las inversiones establecidos en la ley que regula sus tipos de inversión no comprenden la compra de inmuebles, saliéndose notoriamente del objeto del “giro” del fondo. En consecuencia, esa compra se habrá realizado en infracción al mandato que media entre el fondo y la administradora.<sup>64</sup>

---

<sup>63</sup> Ob Cit. Stitchkin. Página 287.

<sup>64</sup> Siempre en el entendido que la naturaleza jurídica de esta relación fondo-administradora/afiliado-administradora, es un mandato. Ver artículo 45 del Decreto Ley 3.500.

Finalmente, la facultad de delegar es un elemento de la naturaleza del contrato de mandato, lo que significa que si nada se dice en el contrato, se entiende conferida al mandatario. Con todo, hay que distinguir entre las relaciones jurídicas que se generan a propósito de esta delegación, por cuanto el vínculo que nace de la delegación dependerá de si hubo o no consentimiento y conocimiento del mandante.

A modo general podemos decir que la facultad de delegar, cuando se ha hecho sin el consentimiento del mandante, sólo genera relaciones entre el mandatario y el delegado, no afectando la relación principal entre mandante y mandatario. Esta regla se encuentra traspasada a la legislación que regula los fondos mutuos, los fondos de inversión y las AFP, al establecer que la facultad de administrar es indelegable, sin perjuicio que se puedan delegar funciones específicas, norma que no afecta en ningún caso la relación fiduciaria ni la responsabilidad de la administradora para con los afiliados o “cuota-habientes”.

Hasta aquí hemos visto las instituciones propias del derecho civil mediante la cual una persona encarga a otra la administración de sus bienes. Se trata de instituciones cuya regulación resuelve los conflictos de interés a que da lugar el fenómeno económico de la separación entre la propiedad de un bien y su control<sup>65</sup>. A continuación revisaré la institución equivalente, y tal vez la más importante, del mundo jurídico anglosajón.

### **2.1.5 El problema de la Agencia en el derecho Inglés: El Trust**

La respuesta que se dio en el derecho Inglés al problema de la separación de la propiedad y el control fue la creación del “*Trust*”, que se estructura en base a los usos y costumbres, a diferencia de la estructura sistemática del Derecho Romano y Civil. Su origen se encontraría en los “*Uses*” (usos), en que la transferencia de un bien a un tercero se producía con cargo a la obligación de conciencia de este de cumplir el encargo; su antecedente histórico parece encontrarse en las múltiples cargas sobre la tierra de la época medieval en beneficio de la Corona. Esta práctica encontró acogida con las limitaciones impuestas a las comunidades religiosas y la necesidad de confiar a

---

<sup>65</sup> Para más sobre conflictos de interés ver: “*Una Aproximación al Conflicto de Interés en el Código Civil Chileno*”. Ibid. Reveco.

alguien la administración de la tierra para aquellos que se dirigían a las cruzadas. Se trata de algo muy similar a lo que ocurría en el caso del *pactum fiduciae cum amico*.

La regulación de los *trusts* fue evolucionando en 4 etapas, siendo la más relevante la que se produjo con la dictación de la ley de usos, que les dio el nombre de *Trust*, y que distinguió su validez cuando se encontraba en el *feoffor* (fiduciario) alguna condición real.

La importancia de la regulación del derecho Inglés, es que ha sido una figura sumamente flexible para proveer certeza jurídica y libertad en la organización de patrimonios, tanto al *settlor* (constituyente), como al *feoffor* (fiduciario). A su vez, la enorme importancia de la regulación del *common law* en los negocios, y su impacto en el resto de las legislaciones, hacen detenerme un poco más en su regulación.

La figura del *Trust* no tiene un parangón en la mentalidad jurídica del derecho francés. Se trata de una institución propia del *common law* y que ha sido fundamental en los negocios del mundo anglosajón. Es usado, ya para administrar grandes patrimonios, para efectos sucesorios, para administrar bienes específicos, etc. Algunos estiman incluso que es el mayor aporte del derecho inglés a la cultura jurídica. Su uso es tan extenso que incluso algunas instituciones públicas son manejadas por un *Trust*. Ello ha implicado un mayor desarrollo de la regulación de las relaciones de confianza y no una mera remisión a las normas de derecho de propiedad propias del derecho francés.

Conforme al *Restatement of the Trusts*, el *Trust* es “una relación Fiduciaria con respecto a determinados bienes por la cual la persona que los posee (*trustee*) está obligado en derecho equidad a manejarlos en beneficio de un tercero (*cestui que trust*). Este negocio surge como resultado de un acto volitivo de la persona que crea el *trust* (*settlor*)”<sup>66</sup>

Como apunta Rodríguez Azuero, cabe precisar que bajo la definición anglosajona hay una relación fiduciaria en todos aquellos casos en los cuales dos partes se vinculan

---

<sup>66</sup> Ob Cit. Rodríguez Azuero. Página 24 y siguientes.

bajo un esquema de poder que implica la dependencia o particular confianza de una en la otra. Siguiendo con los apuntes del profesor Rodríguez Azuero “(...) *En efecto, para los jueces ingleses la relación fiduciaria supone la aplicación de claros principios de equidad e implica en la calificación de la gestión, velar porque en ella haya habido imparcialidad, justicia, dedicación, fidelidad, franqueza, lealtad y buena fe.*”

Entre los elementos del trust, podemos distinguir entre elementos personales y patrimoniales.

Los elementos personales son el *settlor*, el *trustee*, y el *cestui que trust*; El *Settlor* o constituyente es aquella persona que afecta un bien al *trust*, transfiriendo ciertos derechos a un tercero para que lo administre en beneficio propio o de un tercero.

El *trustee* es aquel quién en virtud del traspaso recibe el derecho asignado y que se obliga correlativamente. Esta persona puede o no coincidir con la de *Settlor*. Su posición no es asimilable a la del propietario fiduciario, por cuanto a este no le es posible abusar. Su posición, es la de propietario para algunos efectos, y la de administrador frente a terceros. En las relaciones subjetivas con terceros, sería un propietario, y en las relaciones con el beneficiario, un administrador, sin perjuicio que respecto de este último, su derecho penda de un plazo o condición.

Las obligaciones del *trustee* consisten en un *deber de diligencia*; llevar a cabo los procedimientos necesarios para una buena administración, con independencia de su resultado; ocuparse de la conservación de los bienes, tomando las medidas oportunas para evitar su deterioro y manteniéndolos libres de gravámenes; llevar una rigurosa cuenta de su gestión; incrementar el patrimonio que se le ha confiado, sin efectuar inversiones especulativas o arriesgadas. En este último punto resulta interesante el análisis de la jurisprudencia, que advierte que en la administración de portafolios de inversión, la colocación de dineros en poder de un *trustee* “*debe hacerse de manera más cuidadosa por el trustee, de tal forma de obtener un rendimiento, porque dejarlo sin producir sería contrario a su obligación de diligencia*”.

Una característica especial del *trustee* es que puede ser una persona natural o jurídica, lo que lo diferencia de ciertos tipos de negocios fiduciarios en Latinoamérica, en que esta posición está reservada principalmente a las personas jurídicas, a propósito de las comisiones de confianza bancarias o, en el tema que nos convoca en esta memoria, el negocio de las Administradoras de Fondos de Pensiones.

El *cestui que trust* o beneficiario es aquel en cuyo beneficio se ha constituido el trust. Su derecho es protegido por las normas del “equity law”. Cuando las personas del settlor y beneficiario se reúnen en la misma persona, o cuando se constituye el trust para tener efecto en la vida del settlor, estamos frente a un “*living trust*”. Respecto de él, los bienes no ingresan a su patrimonio sino hasta que se transfiere la propiedad, por eso se habla que tiene un *equitable share* y su protección conforme a las normas del derecho de equidad. Este interés recibe un reconocimiento jurídico y se conceden acciones al beneficiario para obtener el cumplimiento de las obligaciones por parte del trustee.

En cuanto a los elementos objetivos, podemos destacar que el *trust* es una figura eminentemente patrimonial; se entiende que se constituye un patrimonio separado del constituyente que se afecta conforme a un fin determinado en la hoja de creación.

El *trust* puede tener su origen en la voluntad de las partes o en la ley. En el primer caso, se puede distinguir entre el *trust explícito* y el *implícito*. El trust implícito tiene lugar cuando éste se entiende parte de la relación jurídica entre los sujetos sin necesidad de expresión; también se puede distinguir, siempre en la figura del trust voluntario, entre el trust ejecutado o por ejecutarse, caso último en el cual la constitución del trust es sólo el primer paso de una sucesión e actos jurídicos; asimismo se puede distinguir entre el trust imperativo (instrumental), que exige al trustee seguir rigurosamente las instrucciones del settlor, o el trust discrecional (discretionary), en el cual se confiere al trustee un amplio poder de apreciación y maniobra. Nótese que en el caso de los fondos de pensión y de inversión es esta última la figura en que se enmarcarían (*discretionary trusts*).

El *trust* por ministerio de la ley puede ser de dos tipos: interpretativo (*constructive trust*), que se impone a quién teniendo una relación fiduciaria obtiene ventajas personales de ella; y resultante (*resulting trust*), que se impone a quién tiene bienes pertenecientes a un *trust* nulo o inválido.

El *trust* es simple cuando la obligación del *trustee* es traspasar la propiedad de los bienes a un tercero, y es especial, cuando sus obligaciones conllevan otra obligación anexa o distinta a la anterior.

El *trust* será público cuando mira al interés general, y privado cuando dice relación con el interés de una cantidad determinada de personas, que no el interés común.

Finalmente, en cuanto a su duración, el derecho inglés ha establecido reglas que lo limitan en cuanto a su duración; así un *trust* no puede durar más que la vida del beneficiario.

De las normas recién expuestas podemos encontrar una similitud entre el tratamiento que se da en derecho inglés al *trust* y aquel que se da ya al mandato de ejecución de negocios de índole económica y la curaduría de bienes; en ambos casos la obligación del fiduciario es la misma: de conservación, llevar a cabo una buena administración y buscar la obtención de una ganancia. Las obligaciones son idénticas a las que se exige a los Inversionistas Institucionales.

## **2.2 Los Negocios Fiduciarios**

Por negocios fiduciarios entendemos, en el contexto de la doctrina civil latinoamericana, “*aquellos negocios jurídicos en virtud del cual se transfieren uno o más bienes a una persona, con el encargo que la administre o enajene y que, con el*

*producto de su actividad, cumpla una finalidad establecida por el constituyente, en beneficio propio o de un tercero*<sup>67</sup>.

En cuanto a su naturaleza jurídica, podemos encontrar tres teorías: Como mandato irrevocable, como patrimonio de afectación y como transmisión de la propiedad u otros derechos con el objeto de cumplir con ellos una determinada finalidad señalada por el constituyente.

En el contexto de las legislaciones latinoamericanas, los negocios fiduciarios se han profesionalizado, escapando regularmente a la autonomía de la voluntad, y siendo gobernados por la ley comercial. Lo anterior es consecuencia de su profesionalización, reservándolos a entidades financieras vigiladas por el Estado, ya sean bancos, aseguradoras u otras entidades de carácter especial<sup>68</sup>.

Como sabemos, los negocios jurídicos en que el elemento confianza cobra un rol fundamental requieren una regulación que fortalezca ese elemento, de modo tal de reducir los costos de transacción de las operaciones vinculadas, como veíamos en el capítulo primero de esta memoria. La profesionalización de los actores permite aumentar los niveles de confianza en estos vehículos de inversión, garantizada mediante la vigilancia estatal a través de sus agencias.

La fiducia mercantil, esto es, aquel tipo de negocio jurídico de carácter fiduciario en que intervienen instituciones reguladas por la ley comercial, revisten en Latinoamérica ciertas características como su flexibilidad, y la participación de un actor especializado.

La presencia de un banco o institución financiera determina que se encuentren sometidos a ciertos estatutos especiales en los que su objeto, definido por la ley, se refleja en la consagración de un número taxativo de facultades, esto es, de operaciones autorizadas. De este modo, cuando los negocios fiduciarios son realizados por ciertas

---

<sup>67</sup> Ob Cit. Rodríguez Azuero. Página 182.

<sup>68</sup> Ob Cit. Rodríguez Azuero. Página 129.

entidades, se podrán celebrar contratos altamente reglamentados desde un punto de vista operacional<sup>69</sup>.

Otra característica de estos negocios es su estructura teleológica, pues todo el negocio jurídico está destinado a la consecución de una determinada finalidad, cual es la modalidad establecida en el momento de su establecimiento (principalmente la obtención de una ganancia).

Caracteriza a los negocios fiduciarios mercantiles la calificación jurídica de la transferencia de bienes a un tercero que constituye un patrimonio independiente, sustraído de las vicisitudes y riesgos que puedan afectar los patrimonios de las partes intervinientes, y vinculadas a la consecución de la finalidad.

Un último elemento, inherente a toda regulación de este tipo de negocios y que ha sido resaltada por Rodríguez Azuero, es el papel fundamental que cumple el fiduciario - en este caso en la forma de una entidad financiera- en la solución de los conflictos de interés inherente a las relaciones jurídicas complejas.

En la calificación doctrinaria, entendemos por negocios fiduciarios puros aquellos surgidos de la autonomía privada y basados exclusivamente en la confianza entre las partes; y como negocios fiduciarios impuros, aquellos reconocidos legislativamente; esto es, aquellos tipificados por el legislador.

En cuanto a los elementos del negocio fiduciario hay que distinguir el elemento real, (consistente en la transferencia de derechos) y el elemento personal (limitaciones u obligaciones establecidas a cargo del fiduciario).

El elemento real es la transmisión plena de derechos (el de propiedad) que desde un comienzo se encuentran limitados por el cumplimiento de una finalidad propuesta por el fideicomitente (o constituyente); el elemento personal es el acuerdo mediante el cual el

---

<sup>69</sup> Una prueba de esto es la revisión de los instrumentos en que pueden invertir los fondos de pensión y los fondos de inversión bajo la actual legislación chilena, siendo doctrinariamente contratos dirigidos.

fiduciario limita sus facultades como propietario al cumplimiento de la finalidad ya mencionada. Ella permite entender la titularidad de los derechos por el tiempo requerido para el cumplimiento del objeto del encargo.

En cuanto a las relaciones internas que se presentan en este contrato hay quienes sostienen que se trata de dos negocios autónomos y otros que sostienen que se trata de uno solo. Estimo que no se originan mayores efectos de esta distinción.

En cuanto a las razones que justifican la existencia de esta institución, cabe destacar que las personas, ya naturales o jurídicas, valiéndose de su autonomía privada, en numerosas ocasiones la utilizan para eludir normas prohibitivas o imperativas, como normas sucesorias, o de impuestos, lo que no puede recibir acogida en la judicatura por adolecer de objeto y causa ilícita.

Las países que han acogido este negocio jurídico en sus legislaciones comerciales, han buscado proveer de vehículos de administración de patrimonios sin recurrir a distorsiones de las instituciones civiles tradicionales (lo que estimo ocurriría en el caso chileno al recurrir a la figura del mandato). Así por ejemplo, los países que han dado origen al *trust* han sabido utilizar esta figura con los más diversos objetivos, traduciéndose en un incremento sustantivo de su tráfico jurídico y económico.

Los negocios fiduciarios se pueden clasificar, en atención a su función económica, en negocios de administración, de inversión, de garantía y de titularización<sup>70</sup>.

i) La fiducia en garantía tiene por objeto asegurar el cumplimiento de ciertas obligaciones; consiste en la transferencia que hace el deudor de bienes al fiduciario para que los administre y proceda a su venta para el pago de las obligaciones que ellos garantizan, en caso de incumplimiento de la obligación caucionada<sup>71</sup>.

---

<sup>70</sup> Ibid. página 379.

<sup>71</sup> Ibid. página 361.

ii) La Titularización permite la transformación de activos fijos o de lenta rotación, o flujos cuyo ingreso se espera, a través de la emisión o colocación en el mercado de títulos homogéneos, respaldadas en un patrimonio autónomo constituido en la transferencia previa de aquellos<sup>72</sup>. Resulta evidente que ninguno es el caso del negocio fiduciario de las AFP (sin perjuicio que eventualmente se podría incorporar a su objeto social).

Las últimas categorías de negocios jurídicos que nos interesan, por cuanto determinan la naturaleza más precisa de los Inversionistas Institucionales chilenos, son los negocios fiduciarios de administración y de inversión. Estimamos, por las razones que explicaremos más adelante, que la naturaleza de los negocios de las AFP, fondos de inversión y fondos mutuos, corresponde a esta última categoría.

iii) El fideicomiso de administración reúne las funciones más propias de todo fideicomiso o mandato de administración, cual es manejar los bienes confiados de manera adecuada y protegerlos física y jurídicamente contra los riesgos que pudieren afectarles<sup>73</sup>. La superintendencia bancaria Colombiana los define como *“aquellos en los cuales se entregan bienes a una institución fiduciaria, con o sin transferencia de propiedad, para que los administre y desarrolle la gestión encomendada por el constituyente y destine los rendimientos, si los hay, al cumplimiento de la finalidad señalada”*. La razón más obvia de la existencia de estos fideicomisos es el conocimiento especializado de materias financieras de las instituciones fiduciarias, lo que les permite administrar patrimonios en condiciones inmejorables.

iv) El fideicomiso de inversión viene a ser una variante del anterior, que tiene por objeto destinar ciertos bienes a actividades de las cuales pueda derivar rendimientos, poniendo el énfasis en las habilidades del fiduciario para la colocación de recursos. En términos civiles, se trata de una búsqueda e incremento de los frutos civiles de los bienes confiados.

---

<sup>72</sup> Ibid. Página 507.

<sup>73</sup> Ibid. Página 383.

Los fideicomisos de inversión pueden revestir las más diversas formas, por cuanto la colocación de recursos puede estar más o menos acotada, y de aquello se desprenderá la responsabilidad del fiduciario, así como el riesgo del constituyente. Lo anterior es válido sólo a nivel doctrinario, por cuanto los vehículos disponibles en la legislación chilena son bastante más acotados, siendo un catálogo taxativo de inversiones, aquellas que son posibles desarrollar por los actores más tradicionales como son los Fondos Mutuos, Fondos de Inversión y AFP. En algunas legislaciones incluso se autoriza dejar la inversión a la absoluta discreción del fiduciario, lo que bajo las estructuras típicas (en un sentido legal) Chilenas y Colombianas, estaría prohibido.

Con todo, y como ya adelantábamos, es de interés de los fiduciarios contar con directrices respecto de la destinación de los recursos, pues de otro modo su ámbito de responsabilidad se amplía sustantivamente. Bien refleja esta idea Rodríguez, Azuero, quién plantea que *“Es entendido que en cuanto el banco cumpla el encargo de acuerdo con las instrucciones previstas en el contrato, las vicisitudes de la inversión corren por cuenta del constituyente o afectan al beneficiario, siempre que no haya dolo o culpa del fiduciario que permita deducirle responsabilidad en el manejo de los bienes. Pero, en principio, no corresponde al fiduciario garantizar las resultas de sus gestiones, de donde puede concluirse que su obligación es fundamentalmente, en este caso, sin duda, de medio y no de resultado”*<sup>74</sup>.

La importancia de las directrices radica no sólo en la necesidad de delimitar el ámbito de responsabilidad del fiduciario, sino que también de delimitar el ámbito de proveer a este de guías en su actuación. Así, el fiduciario podría incluso actuar contra las ordenes del fideicomitente, por cuanto en la ejecución de su función las obligaciones de buena fe le exigirían buscar la conservación patrimonio encargado<sup>75</sup>.

---

<sup>74</sup> Ibid. Página 387.

<sup>75</sup> Siguiendo con la exposición del autor colombiano, “En ese sentido, parece dominante la posición de la jurisprudencia arbitral colombiana al reiterar que el fiduciario debe seguir las instrucciones del fideicomitente y, sin perjuicio de las advertencias que pueda formularle sobre los riesgos que existan, no tiene, propiamente, una facultad de repulsa o rechazo que le permita desconocer la orden y continuar en el contrato”. Reflexiona críticamente frente a este planteamiento al señalar que: “si de acuerdo a nuestra ley – y el tratamiento no es insular en América Latina – el fiduciario está obligado a tomar las acciones que sean necesarias para proteger el patrimonio que le ha sido confiado, aun contra decisiones del mismo fideicomitente, no se ve por qué no podría y debería oponerse, si entiende que el cumplimiento de la instrucción expone claramente la integridad del patrimonio y compromete, por esta vía, su capacidad de cumplir la finalidad prevista. Desde luego se trata de un hecho que será necesario apreciar en cada caso (...)”

Las ideas del autor colombiano tienen pleno sentido a la luz de los principios del derecho civil chileno, pues el deber de obrar de buena fe obliga a quién desempeña un negocio fiduciario aún a la conservación del patrimonio, de modo tal que no se podría excusar en las condiciones expresas del contrato para persistir en un negocio a sabiendas que este tendrá un resultado pernicioso y que la causa final del contrato no será cumplida. En efecto, si el negocio es de confianza, no se puede anular a tal punto la discrecionalidad del fiduciario de modo de transformarlo en un mero mandatario; la distinción entre ambas instituciones aquí se hace patente. De otro modo, no proveer de distinción alguna a ellas (mandato y negocio fiduciario), implicaría la carencia de una finalidad práctica de alguna de ellas, lo que no es admisible en el ámbito del derecho. Así, un principio de prudencia obliga a privilegiar la conservación del patrimonio como parte de los deberes asociados a un fideicomiso de inversión.

En los negocios fiduciarios de administración colectiva, siendo estos los más comunes fondos de inversión, y en que se parte de la base de una adecuada distribución de un portafolio manejado por inversionistas institucionales, la función viene dada precisamente por la administración de ese portafolio, entendiendo la voz “administrar” como “ordenar”. Así, administrar un portafolio es seleccionar u ordenar riesgos, constituyendo esta la principal función y responsabilidad de un inversionista institucional.

Finalmente, de la revisión de las distintas categorías de los inversionistas institucionales podemos desprender que los tipificados por la ley chilena corresponden doctrinariamente a los negocios fiduciarios de inversión y que, como tales, las reglas antes revisadas a estos se aplican. Lo anterior es sin perjuicio de estimar que existe a nivel Latinoamericano, y aún más a nivel nacional, una sistemática de solución de los conflictos de interés enraizado en las instituciones más importantes de la dogmática civil.

Así, llego a la conclusión que la falta de instituciones comerciales -en particular la falta de una fiducia mercantil- reguladas de modo profundo y que sirvan como instituciones supletorias y que respondan plenamente a los conflictos de interés en

Chile, deja en la legislación un sensible vacío, que expone a los inversionistas a situaciones que no necesariamente tendrán una solución justa, perjudicando a los Inversionistas Institucionales como vehículos de inversión. Es un área en que la autonomía de la voluntad debiera ser guiada por figuras típicas que expresen un conjunto de principios de modo explícito y no implícito, principios que ya hemos revisado en este capítulo.

### **3. Introducción a los Inversionistas Institucionales.**

#### **3.1 Instituciones fiduciarias de Inversión en Chile.**

Como veíamos anteriormente, los negocios fiduciarios consistentes en la administración de bienes de terceros (fondos) se encargan a Inversionistas que, de acuerdo al artículo 4 bis de la ley N° 18.045, han sido denominados Inversionistas Institucionales. Estos entes tienen cada uno una regulación específica; sin perjuicio de existir principios subyacentes comunes para todos, que encontramos en las típicas instituciones del derecho civil ya examinadas.

##### **3.1.1 La regulación de los fondos mutuos y de los fondos de inversión.**

Los fondos mutuos y los fondos de Inversión constituyen vehículos jurídicos que el legislador pone a disposición de los inversionistas para encomendar a un tercero la realización de un tipo específico de negocios jurídicos, a saber, la inversión en valores o instrumentos financieros, todo bajo una estructura caracterizada por la existencia de una relación fiduciaria.

En lo que a este trabajo respecta, sólo revisaremos su estructura más fundamental, haciendo la indicación que su estructura parece ser el modelo escogido por el legislador para regular los negocios fiduciarios de inversión en nuestro país.

Los fondos mutuos y de Inversión (en adelante indistintamente, los Fondos) constituyen patrimonios integrados por los aportes de personas naturales o jurídicas, de modo tal que la inversión de estas personas se independiza, constituyendo un

patrimonio separado del de el inversionista, cuyos aportes se encuentran expresados en cuotas. El derecho de propiedad del inversionista no recae sobre el fondo, sino sobre la cuota que este detenta en él. Se reconoce de este modo la existencia de patrimonios separados entre el patrimonio del aportante y el patrimonio del Fondo.

Los Fondos son administrados por sociedades anónimas especiales, denominadas “administradoras”, las que realizan tal función por cuenta y riesgo de los aportantes. Lo anterior implica que no hay una confusión patrimonial entre la administradora y el fondo, debiendo al efecto llevarse contabilidades separadas.

Dado que la administración de estos Fondos se entrega a una institución que tiene por objeto principal dedicarse a la transacción de valores, y que reconoce una especialización en tales operaciones, es que el legislador reconoce en este un contrato “*intuitu personae*” y, en consecuencia, la delegación de la función de administración se encuentra prohibida conforme a los artículos 3 de la ley N° 18.815 en el caso de los fondos de inversión y el artículo 2 del reglamento de fondos mutuos. Ello sin perjuicio de la posibilidad de delegar parte de las facultades de administración, pero sin alterar la responsabilidad de la administradora.

Los Fondos se encuentran sujetos a la vigilancia de la Superintendencia de Valores y Seguros y en ambos casos existe la obligación de la constitución de un reglamento interno por cada fondo. Es en este lugar donde se abre más espacio para la determinación de políticas de inversión específicas para cada fondo, y la posibilidad de influir en las políticas de Gobierno Corporativo de las empresas emisoras de valores que pudieran ser adquiridos con estos recursos. Con todo, la existencia de estos reglamentos se encuentra sustantivamente mejor desarrollada en el caso de los fondos de Inversión que en el de los fondos mutuos. Es evidente que por esta vía el legislador favorece la autorregulación de estas entidades.

En cuanto al objeto de las inversiones, en el caso de los fondos mutuos, estas sólo pueden ser en instrumentos financieros, mientras que en el caso de los fondos de inversión, también pueden ser en valores y los bienes que la ley 18.815 autorice.

Múltiples normas previenen los conflictos de interés entre los administradores de la sociedad administradora y los fondos, normas que obedecen al mismo esquema de regulación contenido en los artículos 44 y siguientes de la ley de sociedades anónimas, antes mencionado.

Finalmente, resulta interesante la posición del legislador frente a lo que debe ser la función de estos inversionistas en relación al Gobierno Corporativo de las empresas, determinando que mediante sus inversiones no pueden llegar a controlar las entidades en que invierten. Se busca así evitar que entren en la administración de las entidades objeto de las inversiones.

Ambas figuras revisten interés para el estudio de los vehículos de inversión, pues la estructura en ellas adoptada es el reflejo de la estructura de solución de conflictos de intereses favorecida por el legislador cuando nos encontramos frente a un negocio fiduciario de inversión.

### **3.1.2 La regulación de las AFP**

Las Asociaciones de fondos de pensiones (en adelante, AFP) encuentran su regulación en un cuerpo normativo que ha sido objeto de múltiples y constantes modificaciones, empero manteniendo sus fundamentos.

Conforme a la normativa que las regula (Decreto Ley N° 3500 de 1980, en adelante el DL 3500) las AFP deben constituirse bajo el tipo social de sociedades anónimas y deben tener “(...) *por objeto exclusivo la administración de los fondos de pensiones y otorgar y administrar prestaciones y beneficios (...)*” que establece la referida ley. En conclusión, las AFP se rigen al menos por dos estatutos: el del DL3.500 y el de la ley 18.046 de sociedades anónimas.

Es importante destacar que no cualquier sociedad anónima puede desempeñar tales funciones, sino que debe contar con la autorización de la Superintendencia de Pensiones; esto las constituye en personas jurídicas a quienes el legislador ha confiado,

dadas sus características y a la irreprochable conducta de sus accionistas, la administración de fondos de terceros; evidentemente seguimos frente a negocios *intuitio personae*.

Cabe recordar que conforme a lo dispuesto por los artículos 2 y 17 del DL 3500, se establece un monto a ser invertido por el cotizante (hoy equivalente al 10% de su remuneración bruta), que tiene el carácter de compulsivo para los trabajadores dependientes. Lo anterior determina que la relación jurídica se da en el marco de un contrato dirigido, en que la autonomía de los contratantes, tanto en relaciones internas como externas, queda supeditada a lo que establezca la ley. Asimismo, este carácter determina que la responsabilidad del fiduciario (AFP) sea más estricta, puesto que el afiliado no tiene la libertad para abandonar el sistema, sino sólo el derecho a la modificación de uno de los sujetos de la relación.

Existe una separación patrimonial entre las cuentas de los afiliados que componen el fondo y el patrimonio de la AFP<sup>76</sup>. De otra parte, el fondo, por mandato del artículo 23 del DL 3500, está compuesto por diversos fondos con distintos niveles de riesgo, que reflejan la tolerancia al riesgo de los cotizantes, componiendo un sistema que se ha denominado comúnmente como “**multifondos**” y que clasifica a los afiliados de acuerdo a su edad y a su aversión o propensión al riesgo.

Al existir la separación patrimonial anteriormente mencionada, resulta sencillo comprender que la AFP, como su nombre lo indica, es una sociedad anónima que cumple una función exclusiva, la administración e inversión de los dineros que los cotizantes han puesto a su disposición.

El sistema de pensiones, desde un punto de vista del derecho de la seguridad social, se basa en la capitalización individual, por contraposición a un sistema de seguro

---

<sup>76</sup> El artículo 35 del DL3500 establece que “El valor de cada uno de los fondos de pensiones se expresará en cuotas. Todas las cuotas de un fondo de pensiones serán de igual monto y características, y serán además inembargables”. De otra parte, el artículo 33 del mismo cuerpo establece que “Cada fondo de pensiones es un patrimonio independiente y diverso del patrimonio de la Administradora, sin que esta tenga dominio sobre aquellos” En conclusión, podemos decir que el dominio sobre el fondo corresponde a los cuota-habientes, quienes ejercen un derecho de dominio sobre su cuota, que representa su parte en el total del fondo.

colectivo. Con todo, y como ya hemos visto, el Estado no se retira del todo sino que interviene la relación contractual AFP-Afiliado regulando y garantizando rentabilidades mínimas, etc.

Desde un punto de vista de la doctrina civil estamos frente a un contrato dirigido, oneroso y conmutativo.

Las comisiones pagadas a las AFP constituyen su remuneración, no estando sujeta ella al resultado de su gestión. Esto enfatiza las ideas que revisábamos anteriormente en cuanto al tipo de obligaciones que encontramos en los negocios fiduciarios de inversión, en el sentido que contraen obligaciones de medio y no de resultado, y no se contraponen con la garantía de rentabilidad mínima establecida en el DL 3500, pues es el Estado (un tercero en la relación) y no la AFP quién asume esa obligación.

Los derechos de los afiliados han sido bien resumidos en otro trabajo, destacando los siguientes: derecho a una pensión de vejez, derecho a una pensión de invalidez, derecho a una pensión de sobrevivencia para los sucesores a título universal o dependientes, derecho a cambiar libremente la AFP a que se encuentra afiliado, derecho a transferir el saldo de su cuenta individual y derecho a información respecto a su cuenta y la administración de ella realizada<sup>77</sup>.

El memorista señala que la naturaleza jurídica de la relación entre afiliados y AFP es “una suerte de mandato (...)”. Según Fernández, la regulación de las AFP busca entonces fijar las reglas del juego a fin de asegurar que las administradoras cumplan fielmente con su objeto legal, que es administrar las cuentas individuales cotizadas por los trabajadores en beneficio exclusivo de estos últimos. Así lo establece, cita, el artículo 45 del DL 3500: *“Las inversiones que se efectúen con recursos del fondo de pensiones tendrán como únicos objetivos la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad. Todo otro objetivo que se pretenda dar a tales inversiones se considerará contrario a los*

---

<sup>77</sup> “Estudio Doctrinario sobre la afiliación y las relaciones jurídicas que surgen a partir de ella entre las AFP, los fondos y los afiliados”. Memoria para optar al grado de licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales. Universidad de Chile. Andrés Fernández Méndez. 2006. Santiago. Universidad de Chile.

*intereses de los afiliados y constituirá un incumplimiento grave de las obligaciones de las administradoras”*

La norma transcrita contiene varias ideas; de una parte es posible categorizar, en la tipificación doctrinaria ya expuesta, a este contrato como un negocio fiduciario de inversión, por lo tanto su objetivo será primero propender a la conservación del patrimonio y luego, a la obtención de rentas del mismo. De otra parte restringe la posibilidad de tener otros criterios al momento de decidir inversiones específicas o políticas de inversión; de lo anterior se desprende que, por ejemplo, una política de responsabilidad social empresarial que no busque la conservación del patrimonio ni su incremento, sino que busque beneficiar a ciertos grupos de ciudadanos, no se conformaría con el mandato legal, lo que implicaría un incumplimiento grave de la administradora<sup>78</sup>.

El incumplimiento grave de las obligaciones no altera la sanción que impone el legislador, sino que amplía el tipo de daños de que responde la administradora; que no sólo correspondería a los daños previstos, sino que también a los imprevistos, siempre dentro del ámbito de los daños directos.

El memorista concluye que el estándar de diligencia para que la obligación se entienda cumplida lo establece la propia ley: *“los servicios financieros prestados por la administradora tendrán que entregar una rentabilidad mínima”*. Discrepo de esa afirmación, el estándar de diligencia no es la obtención de una rentabilidad mínima, como afirma el memorista, sino que es la adopción de todas las medidas que una persona prudente, especialista en asesorías financieras, tomaría para la conservación e incremento del patrimonio. Esto se desprende de la naturaleza de la obligación de la AFP; su obligación es de medio y no de resultado. Así, podría ocurrir que una AFP

---

<sup>78</sup> Nota: Esto parece razonable, y es un buen indicio al momento de delimitar de modo claro las responsabilidades de los directores, puesto que las obras de beneficencia deben ser realizadas con recursos propios y no ajenos. Los directores de las AFP no son dueños de los recursos que administran, ni aún tienen gran discrecionalidad en su inversión, sino que deben responder a la confianza que el mercado deposita en ellos y en buena medida sujetar su actuación al marco establecido en la ley, pensando en la finalidad en ella contemplada. Más sobre una aplicación de esta idea ver el capítulo III de esta memoria, en el punto 3.

comprometiera su responsabilidad pese a obtener la rentabilidad mínima, o que no fuera responsable de una pérdida a un afiliado pese a no obtener rentabilidad alguna.

La responsabilidad de la AFP se verá comprometida cuando no realice todas aquellas actuaciones que se consideran un estándar entre quienes prestan servicios financieros. La infracción a la *lex artis* incidirá en la responsabilidad de la administradora con independencia de los resultados obtenidos, ya sea por una disminución patrimonial, ya por la pérdida de oportunidad, etc. Al encontrarnos frente a una relación contractual, bastará que el afiliado pruebe el incumplimiento en la obligación de conservación para que sea de cargo de la AFP probar que, al tenor de lo dispuesto por el artículo 1549 del Código Civil, se ha empleado en la custodia el deber de cuidado establecido en la ley (nivel de diligencia medio, atendiendo en este caso al medio de las instituciones financieras). De lo contrario, la AFP será responsable.

A este respecto cabe revisar lo dispuesto por el artículo 39 del DL 3500, que dispone *“Las administradoras serán responsables por los perjuicios causados a los afiliados en sus cuentas de capitalización individual producto del no cumplimiento oportuno de sus obligaciones, así como de las instrucciones dadas por el afiliado a aquellas en el ejercicio de los derechos que le establece esta ley. (...)”* Lo anterior no era necesario que la ley lo estipulara, puesto que no es sino una repetición de las reglas contenidas en los artículos 2314 y 2329 del Código Civil. Bastaba a este respecto con la afirmación que hace en el artículo 33 del DL 3500 en el sentido que no ejerce dominio sobre los fondos, y lo dispuesto en el artículo 35 del mismo cuerpo legal, en el sentido que los fondos se dividen en cuotas, que representan el valor del mismo. Así, la cuota es la unidad de medida en que se expresa el valor de un fondo y la unidad de medida en que se verificará el nivel de pérdida o ganancia del afiliado.

Existe una garantía legal que es otorgada por el Estado de Chile a los cotizantes, y que opera sólo en los casos excepcionales en que las AFP no hubieran cumplido con su función, no alcanzando ni aún un determinado resultado. Así, el legislador ha previsto que es un requisito de existencia especial la obtención de esta rentabilidad, estableciendo una especie de condición resolutoria frente al incumplimiento de esta

obligación<sup>79</sup>. De este modo, la contradicción que parece ver el memorista no es tal. La existencia de esta garantía no transforma la obligación en una obligación de resultado, sino en un requisito de existencia de la AFP.

La voz “*administración*”, en cuanto al nombre y definición de su función, es inductivo a error por cuanto las AFP son más bien instituciones cuyo objeto es la *Inversión* de los fondos de pensión. Si su función se redujera a la conservación de los mismos, su existencia resultaría del todo inútil. A ellos se les exige más que la mera conservación de los fondos y, por lo mismo, se les exige realizar las acciones tendientes a la obtención de una rentabilidad.

Si bien parte importante de la doctrina estima que estamos en presencia de un mandato de administración, lo que ciertamente tiene base legal, doctrinariamente sería más propio calificarlo como un negocio fiduciario de inversión, cuyas facultades son más amplias que las de mera administración. De este modo, sin ser errónea, la calificación parece insuficiente para explicar el complejo de normas que regulan estas materias<sup>80 81</sup>.

La distinción entre el mandato y la curaduría, cobra relevancia al analizar la naturaleza de las obligaciones de las administradoras, pues mientras el origen del mandato lo encontramos en la autonomía de la voluntad de las partes, el de la curaduría es la ley, al igual que en el caso de las AFP. En este caso nos encontramos frente a una norma heterónoma como es el DL 3500, que compulsivamente limita las facultades de disposición de los particulares sobre su patrimonio obligándolos a delegar la administración de sus bienes a un tercero especializado, a quién se considera más apropiado para la administración e inversión. Se trata de normas de orden público que

---

79

<sup>80</sup> Nota: No cabe calificar el negocio jurídico de afiliación a una AFP como comercial por denominarse “comisión” la remuneración de la AFP. Una y otra comisión (la del DL 3500 y la contemplada en el código de comercio) no tienen nada en común: mientras la primera designa la forma de remunerar los servicios de la AFP, la segunda se refiere a un tipo de mandato: el mandato comercial. Esto sin perjuicio que por el sólo hecho de ser desempeñados por sociedades anónimas, los negocios desempeñados por la AFP revisten el carácter de actos de comercio, y cuando obra por cuenta y riesgo de los afiliados, podríamos calificar esos actos como actos de administración.

<sup>81</sup> Ibid. Fernández. En la memoria antes citada se puede encontrar una rica discusión respecto a la naturaleza jurídica de la relación Afiliado-Fondo-AFP, en que se dilucida la naturaleza del derecho de dominio que se ejerce sobre la cuota; el tema, aunque interesante, no corresponde ser tratado en esta memoria. Mi opinión es que existe una copropiedad de los afiliados respecto de cada fondo, y que el rol de la administradora es ser el administrador legal de esa propiedad.

no pueden ser abrogadas sino por ley y que conculcan la forma de disponer de parte de los bienes de una persona, todas situaciones que no son propias del mandato.

En cuanto a los conflictos de interés, el DL 3500 establece un conjunto de guías que, en lo sustantivo, no difieren de la regulación revisada y que es común a los conflictos de interés en derecho privado.

El artículo 45 del DL 3500 da las directrices para la inversión de todos los fondos al establecer que *“Las inversiones que se efectúen con recursos de un Fondo de Pensiones tendrán como únicos objetivos la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad. Todo otro objetivo que se pretenda dar a tales inversiones se considerará contrario a los intereses de los afiliados y constituirá un incumplimiento grave de las obligaciones de las administradoras”*

A su vez, el artículo 50 dispone que la administradora deba tener una política de inversiones para cada fondo; *“Las administradoras deberán contar con políticas de inversión para cada uno de los Tipos de Fondos de Pensiones que administran, las que serán elaboradas por el Directorio. Asimismo, deberán contar con una política de solución de conflictos de interés, la que será aprobada por el Directorio de la administradora. (...)”*

*En todo caso, la política de solución de conflictos de interés deberá referirse, a lo menos, a las siguientes materias:*

- i. Procedimientos y normas de control interno que aseguren un adecuado manejo y solución de los conflictos de interés (...).*
- ii. Confidencialidad y manejo de información privilegiada, y*
- iii. Requisitos y procedimientos para la elección de candidatos a director en las sociedades anónimas en que se invierten los recursos de los Fondos de Pensiones. (...)”*

En conclusión, la naturaleza jurídica de la función de las AFP es la de un negocio fiduciario mercantil. Bajo la legislación Chilena, y siguiendo la línea argumental ya expuesta, la figura más cercana sería la del curador de bienes.

Para poder decidir si han o no cumplido con los deberes que les corresponde en la administración de fondos, se debe distinguir entre los actos que ejecutan en función de su deber de conservación y los que ejecutan en función de su deber de búsqueda de rentabilidad a la inversión. En ambos casos existe la obligación de rendir cuenta de la gestión, restitución de los bienes confiados y el pago de los saldos resultantes (frutos civiles).

## **CAPITULO III**

### **LAS AFP Y LA PROTECCIÓN DE LOS INTERESES DE LOS AFILIADOS.**

#### **1. El aporte de las AFP al sistema en su conjunto.**

En el capítulo I hemos visto lo que es el conflicto de intereses, como se materializa en las sociedades, los principios que informan la legislación que regula las sociedades anónimas desde el punto de vista de su estructura, de los principios que la informan y la lógica que subyace a sus normas; hemos repasado las soluciones teóricas a estos problemas. Hemos, además, repasado las distintas modalidades de Gobierno Corporativo a nivel nacional y comparado, estableciendo las áreas que se presentan con mayor debilidad en nuestro modelo de Gobierno Corporativo de propiedad concentrada y las obligaciones de las AFP que son, en el caso chileno, el más importante Inversionista Institucional y, por lo mismo, el principal actor a la hora de definir acciones de mercado que permiten mejorar las prácticas de las empresas.

En el capítulo II hemos revisado la estructura legal de los Inversionistas Institucionales, las distintas normas en el derecho positivo chileno que se ocupan de regular situaciones en que se da el conflicto de intereses en el derecho común y hemos buscado los principios que subyacen a las soluciones que encontramos en el ordenamiento jurídico nacional y comparado.

Cabe ahora examinar cual es la vinculación entre los Inversionistas Institucionales y los Gobiernos Corporativos en el caso de Chile. Este capítulo parte de la premisa ya afianzada en diversos estudios, que un buen Gobierno Corporativo conlleva un incremento en el valor de las empresas, por lo que es de interés y responsabilidad de los Inversionistas Institucionales velar por un buen manejo de las empresas y cumplir

con el objetivo de maximizar las utilidades de las compañías en que invierten sus recursos.

Dado que las AFP son, por mucho, el mayor y más importante Inversionista Institucional chileno, nos remitiremos en este análisis a revisar cual ha sido su comportamiento frente a diversos conflictos de interés en que se han visto envueltas las empresas en que ellos invierten. Seguidamente, creo importante hacer la referencia ya enunciada en el capítulo anterior, en el sentido que las AFP realizan negocios fiduciarios de inversión, por lo que su responsabilidad no se agota en la conservación, sino que además deben buscar maximizar las utilidades obtenidas de sus inversiones; en síntesis, se les exige la rentabilidad de sus inversiones y no sólo la conservación de las mismas. Lo anterior, que parece a estas alturas obvio, tiene una consecuencia jurídica, pues sus acciones en algunas ocasiones tienden a buscar maximizar las utilidades obtenidas de sus inversiones como es el caso de una búsqueda de mejor precio en la venta de sus acciones, y en otros la conservación del patrimonio de sus afiliados, lo que generalmente será el caso en el cual la vía judicial parece la solución más óptima.

Cuando una AFP actúa negociando sus valores o entablado acciones judiciales la razón jurídica que hay tras ello no es siempre la misma, puesto que en uno y otro caso el tipo de norma que da lugar a su comportamiento es diferente. Esta diferenciación, que a veces parece algo extremada, resulta fundamental no para decidir si el deber general contenido en los artículos 147 del DL 3500 y 161 de la LMV se han cumplido o no, sino para determinar el tipo de obligaciones que las AFP cumplen de modo más eficiente.

En la realización de este capítulo tomaremos como base el análisis de los Inversionistas Institucionales desarrollado por Fernando Lefort, quién en Agosto del año 2007 publicó un informe denominado *“La Contribución de las Administradoras de Fondos de Pensiones al Gobierno Corporativo de las Empresas Chilenas”*<sup>82</sup>. El análisis se centrará en las razones jurídicas que causan la actuación de los Institucionales y en las estructuras diseñadas por la ley de sociedades anónimas chilena que otorgan los derechos ya indicados.

---

<sup>82</sup> Disponible en: [ <http://www.afp-ag.cl/Estudios/EstudioFL.pdf> ]

El impacto de las AFP en los Gobiernos Corporativos de las empresas chilenas, de acuerdo con el referido estudio, vendría dado por tres pilares:

1. Reformas al sistema legal, mejorando los mecanismos externos regulatorios del Gobierno Corporativo;
2. Indirectamente, promoviendo la profesionalización de los intermediarios financieros y reduciendo los costos de transacción en la búsqueda de información;
3. Acción directa de monitoreo e intervención ejerciendo sus derechos como accionistas minoritarios y/o tenedores de bonos, mejorando los mecanismos internos de Gobierno Corporativo.

Las reformas al sistema legal: El autor destaca ciertos ámbitos de la regulación del mercado de valores que fueron modificados con posterioridad a la entrada en vigencia de la reforma al sistema de pensiones. Esto es comprensible, desde que a partir de esa reforma, los intereses comprometidos son públicos y no hay un proceso voluntario de participación en este mercado. Todos los trabajadores dependientes participan en él por el sólo hecho de trabajar remuneradamente.

De una parte destacan las mayores exigencias en cuanto a entrega de información de los emisores (un buen ejemplo de esto es la adopción de IFRS); también la regulación al uso de información privilegiada (aquí hay numerosa interpretación y proyectos de modificación constante al artículo 165 de la LMV) y transacciones con parte relacionada (modificación de la ley 19.705 al artículo 44 de la Ley de Sociedades anónimas); el requisito de una auditoría externa independiente y la exigencia legal de someterse a un proceso de clasificación de riesgo (conforme al artículo 45 del DL 3500 para poder adquirir ciertos valores, estos deben ser previamente calificados por una entidad clasificadora de riesgo).

Todas las anteriores son modificaciones sustanciales que se han dado a nivel internacional y local, y que proveen de reglas del juego uniforme a las empresas que

desean ofrecer sus valores en el mercado de las AFP. La situación no es muy distinta para otros inversionistas Institucionales, por cuanto hoy estos requisitos se han vuelto un estándar del mercado. Con todo, no se puede afirmar que las AFP hayan presionado por modificaciones legislativas específicas, sino que estas modificaciones vienen a ser el complemento natural de las reformas al sistema de pensiones.

Perfeccionamiento de los Intermediarios financieros. Una segunda forma mediante la cual las AFP colaboran a mejorar el Gobierno Corporativo de las empresas es, indirectamente, mediante el perfeccionamiento de los intermediarios financieros y reducción de los costos de transacción<sup>83</sup>. Lo anterior es consecuencia del significativo impacto que han tenido en el mercado de capitales local, proveyendo de mayor fluidez y profundidad. No sería pensable el nivel de desarrollo del mercado de capitales chileno sin la presencia de las AFP.

La profundidad del mercado requiere actores más especializados, que sepan de mejor modo como manejar un portafolio de inversión. Dado que para un correcto funcionamiento de las empresas un buen Gobierno Corporativo es indispensable, los inversionistas exigirán mayores controles sobre la administración y mejores niveles de información al mercado. Esto, junto a su profesionalización, es parte de los efectos naturales de la estructura del sistema reformado. *Lefort*, citando a otro autor, sostiene que *“el aumento de los volúmenes transados producto de la reforma los fondos de pensiones ha generado economías de escala en la colocación de instrumentos de financiamiento y de intermediación financiera, disminuyendo el costo del financiamiento de las empresas, y en la recolección y análisis de la información de las compañías, aumentando la transparencia del mercado.” (...)* Por otro lado, el mismo estudio destaca *la mayor liquidez del mercado que permite a los accionistas minoritarios ejercer en mejor forma su derecho de salida de las compañías*”.<sup>84</sup>

Finalmente, mediante la adopción de sus políticas de Inversión y en particular mediante el establecimiento de requisitos para invertir en valores de un determinado

---

<sup>83</sup> Nota: Recordar, a la luz de lo ya visto en el capítulo I, que la reducción de los costos de transacción está en el centro de la justificación del derecho contractual. Supra 1.2.

<sup>84</sup> Ob. Cit. Lefort. Página 16.

emisor, los administradores influyen de manera decisiva, tal vez el modo más importante y directo, en los Gobiernos Corporativos de las empresas chilenas.

*“evidentemente, los administradores de fondos tienen una obligación de cuidado y lealtad con los beneficiarios de estos fondos. Por un lado, el deber de cuidado implica que las AFP tienen la obligación de actuar con la diligencia debida en la selección, evaluación y descarte de las inversiones que realizan con los fondos aportados por los beneficiarios. (...) Por otro lado, el deber de lealtad obliga a los administradores de fondos a actuar en el mejor interés y para el exclusivo beneficio de sus beneficiarios, absteniéndose de realizar transacciones que busquen el beneficio propio del administrador<sup>85</sup>”*

*Así, “la influencia sobre la empresa puede ser ejercida a través de las decisiones de inversión, comprando y vendiendo en función de la calidad del Gobierno Corporativo de la empresa. En forma complementaria a la acción del administrador de cartera, las administradoras de fondos, deben intervenir, ejerciendo los derechos que la ley les otorga como inversionista, en juntas de accionistas y tenedores de bonos (...)”.*

Es discutido a nivel doctrinario el nivel de activismo que es deseable entre los fondos de pensiones, por cuanto existen argumentos a favor y en contra<sup>86</sup>.

Los argumentos a favor se resumen como sigue:

1. Que su simple presencia como inversionistas ejerce una suerte de monitoreo sobre la administración, lo que contribuye a disminuir los costos de agencia de la empresa.
2. Los fondos de pensión pueden servir de vehículos para entregar información al mercado acerca de la calidad del gobierno corporativo de alguna empresa, aún sin tomar acciones concretas y, por esa vía, afectar el Gobierno Corporativo de la empresa.

---

<sup>85</sup> Ob. Cit. Lefort. Página 16.

<sup>86</sup> Ob Cit. Lefort. Página 19.

3. Existen prácticas específicas en que los fondos de pensiones podrían presionar por un mejor Gobierno Corporativo, ya sea vendiendo los valores, llevando a los administradores de la empresa a tribunales, etc.

Los argumentos en contra se resumen como sigue:

1. Los administradores de cartera no necesariamente saben cual es la mejor forma de Gobierno Corporativo para una determinada empresa.
2. La acción de los Inversionistas Institucionales podría generar una pérdida de liquidez que afecte el valor de cada acción, ya sea porque compran un paquete accionario demasiado grande, lo que reduce la oferta de valores, ya sea porque el Inversionista ha perdido grados de libertad.
3. La aparición de conflictos de interés al interior del Inversionista Institucional.

A nivel comparado, las legislaciones han adoptado diferentes grados de exigencia de activismo de los Inversionistas Institucionales; así, en el caso de Estados Unidos el nivel de activismo ha sido creciente, principalmente como respuesta a los escándalos corporativos, que ya se han transformado habituales en el modelo de Gobierno Corporativo angloamericano. En el caso de Inglaterra el comportamiento de los Inversionistas Institucionales se ha mantenido como pasivo, no habiendo mayor activismo: en términos simples se aplica el “voto con los pies” (que significa la venta de los valores de la compañía)<sup>87</sup>.

En Chile, como ya hemos visto en el capítulo anterior, las AFP están obligadas a tener un cierto grado de activismo mínimo, lo que se encuentra regulado en los artículos 45 bis del DL 3500 y la circular 1.529 de 2008 de la Superintendencia de Pensiones.

La normativa contenida en la circular dispone que las AFP tienen la obligación de informar a la Superintendencia de Pensiones el fundamento de la actuación de sus representantes respecto a ciertas materias relevantes en que se trata de los conflictos

---

<sup>87</sup> Salvo ciertos casos como la demanda iniciada por los fondos de pensión en contra de la administración del banco HBO, de los cuales eran accionistas. Ver nota de prensa: Disponible en [[http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry\\_sectors/banking\\_and\\_finance/article5914665.ece](http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/banking_and_finance/article5914665.ece) ]

de interés o del Gobierno Corporativo de las empresas en que invierten, lo que tendrá lugar por medio del informe a que hace referencia el punto 2 de la circular referida en el párrafo anterior.

En cuanto a la normativa que se refiere al cumplimiento de los deberes de diligencia y prevención de los conflictos de interés, además de la mencionada en el capítulo anterior, cabe destacar los artículos 45 bis inciso segundo y 155 del DL 3500, que establecen las siguientes normas:

*Artículo 45 bis: “(...) Las administradoras deberán concurrir a las juntas de accionistas de las sociedades (...), a las juntas de tenedores de bonos y a las asambleas de aportantes de Fondos de Inversión (...) cuyas acciones, bonos, o cuotas hayan sido adquiridos con recursos del Fondo respectivo (...)”*

A su vez, el artículo 155 establece normas que regulan la forma en que las AFP participan en la conformación del Directorio de las sociedades en las que invierten, de lo cual se pueden desprender las siguientes ideas:

- 1. Los directores elegidos por las administradoras no podrán tener vínculos con los controladores.*
- 2. Los directores elegidos por las administradoras no podrán tener una participación relevante, aún si no fueren controladores, en la sociedad en que invierten.*
- 3. Las administradoras pueden actuar concertadamente en la elección de los directores.*
- 4. Las administradoras no pueden entrar en la administración de la sociedad en que invierten.*

Hasta aquí hemos descrito de modo general el marco de Gobiernos Corporativos a nivel nacional e internacional en que se desenvuelven las AFP.

Hemos concluido en el primer capítulo que los Gobiernos Corporativos de las empresas responden a una racionalidad económica, y que la doctrina civil y comercial

ha buscado sistematizar toda esa racionalidad en principios que permitan resolver los conflictos de interés que se suscitan a nivel de Sociedad Anónima. Todo esto, si se quiere, tiene como paradigma la abstracción que representan los problemas de Agencia y que han sido tratados a través de numerosas e ingeniosas soluciones, desarrollando en muchas ocasiones instrumentos y entelequias jurídicas que han permitido dar una solución institucional a esos conflictos de interés, pero que en muchas ocasiones han permitido diversas formas de fraude y de burocracia corporativa (ya sea mediante opciones, planes de compensación, etc.).

En el segundo capítulo analizamos desde un punto de vista estrictamente jurídico la naturaleza de las obligaciones que enfrentan los Inversionistas Institucionales, repasando distintas instituciones que pudieran darnos luz acerca de los principios aplicables; he concluido que la naturaleza de la relación que tienen las AFP con los afiliados es esencialmente fiduciaria y no un mero mandato (sin olvidar que es de la esencia del mandato, la confianza y, consecuentemente, un carácter fiduciario), ya que la figura se adapta mejor a aquella institución jurídica (fiducia mercantil), destacando como principio el deber de actuar de buena fe y de lealtad, que emanan del carácter de confianza de la relación. Asimismo, hemos concluido que la regulación que provee mejores reglas frente a los problemas de agencia en presencia de una relación fiduciaria es la de los curadores, con los deberes inherentes ya explicados.

Dentro de la clasificación doctrinaria de los negocios fiduciarios estimo que estamos en presencia de negocios fiduciarios de inversión, que comprenden más que funciones de mera administración y en que un Inversionista Institucional diligente no sólo debe promover la conservación del patrimonio, sino que también su incremento. Es en este marco, que las reformas a los Gobiernos Corporativos, tanto a nivel legal como de mercado, se enmarcan dentro de las políticas que estos deben adoptar en cumplimiento de su función de conservación de los fondos confiados. Si bien lo anterior resulta lógico, no es menor destacarlo, en tanto a nivel internacional se ha incorporado a la *lex artis* de los administradores de fondos de terceros tener políticas de solución de conflictos de interés y Códigos de Gobierno Corporativo. Así, estimo que aquellos administradoras de

fondos de pensión que no mantengan una política al respecto, incumplirán con el nivel de diligencia que se les exige, comprometiendo su responsabilidad<sup>88</sup>.

Finalmente, a nivel de mercado resulta relevante revisar si toda la discusión que se ha planteado ha resultado en acciones concretas a efectos de obtener una mayor seguridad y rentabilidad de los fondos administrados, de modo tal de poder asegurar pensiones acorde a la rentabilidad que se espera de estas instituciones financieras.

## **2. El aporte de las AFP en casos concretos.**

Como ya revisamos en el primer capítulo de esta memoria, los problemas de agencia más fuertes a nivel societario se presentan, para el caso chileno, a nivel del Directorio. Así, encontramos que pese a tener buenas normas de Gobierno Corporativo en el sentido que los derechos de los accionistas y acreedores se encuentran bien protegidos, aún debemos revisar cual ha sido el tratamiento dado por las AFP a nivel de (2.1) composición de Directorios y nombramiento de directores independientes, (2.2) determinación de política de remuneración de los directores, (2.3) operaciones con parte relacionada, (2.4) tomas de control, (2.5) designación de auditores externos, (2.6) ejercicio de derechos como tenedores de bonos y (2.7) acciones judiciales.

### **2.1 Composición de los Directorios y Nombramiento de Directores Independientes**

La composición de los Directorios es un área en que los conflictos de interés se manifiestan fuertemente, por cuanto por esta vía se asegura el control sobre la administración de la compañía y se perpetúan las prácticas internas de la empresa.

En el caso de las empresas familiares, cuya participación en el caso chileno es mayoritaria, es muy difícil lograr que los controladores acepten a otras personas en el

---

<sup>88</sup> Nota: En ese sentido, se entendería que la mayor parte de los fondos de pensión chilenos incumple con su *lex artis*, pues la existencia de códigos de Gobiernos Corporativos es, todavía, excepcional.

Directorio, pues ellos entienden que pese a abrirse al mercado, la empresa sigue siendo suya, como era en el caso de las sociedades de personas. Por lo mismo, la profesionalización del Directorio es una de las primeras exigencias establecidas por los Inversionistas Institucionales para invertir en ellas. En general, a nivel comparado, se aprecia un premio en el valor de la acción cuando estas empresas son profesionalizadas.

Para lograr la anhelada profesionalización se requiere de un procedimiento preestablecido para la designación de los directores, lo que en el caso de Chile se cumple mediante la circular 1529 de la Superintendencia de Pensiones para el caso de la elección de los directores elegidos por la AFP. Con todo, en muchas sociedades la participación familiar sigue siendo la regla general. Baste para esto revisar la composición de los Directorios en Chile, apreciándose un elevado nivel de repetición de nombres en distintos “sillones”.

A nivel comparado esto se solucionó con el establecimiento de los comités de nombramiento; en Chile no nos encontramos ni aún cerca de esa situación, lo que se puede deber al elevado nivel de concentración de la propiedad accionaria en el mercado<sup>89</sup>.

A nivel de Directorios, el aporte más sustantivo de las AFP ha sido la búsqueda de integrar directores independientes a las sociedades en que participan. Esto ha sido notorio dentro del medio, por cuanto en múltiples ocasiones han buscado alianzas con otros accionistas minoritarios para efectos de lograr una mayor presencia y, en otras, han buscado alianzas de otras AFP. En este aspecto, podemos decir que las AFP no han cumplido un rol importante en cuanto al establecimiento de políticas tipo “comité de nombramiento” dentro de las sociedades, pero su preocupación por la independencia de los directores es permanente e importante. Así se ha mostrado en las juntas de accionistas de diversas empresas como ENTEL el año 2006 y FASA en el año 2007. Resulta interesante ver como algunas AFP han desarrollado una política de rotación de

---

<sup>89</sup> Nota: Cabe destacar que esta práctica no está exenta de polémica, pues si el Directorio que conforma el comité de nombramiento no es independiente, difícilmente se incorporarán nuevos miembros al Directorio, exacerbándose aún más el problema de la agencia.

los directores en las empresas en que invierten, así como un máximo de sillones por director elegido con sus votos. Es de esperar que esta última política se traduzca en una regla para las empresas emisoras de valores.

Resulta destacable el esfuerzo de AFP Cuprum por mejorar las prácticas de Gobierno Corporativo, mediante el lanzamiento de una política transparente y clara para las empresas en que invierte. Así, en el tema relativo a la composición de los Directorios promueve una composición equilibrada de entre 7 y 11 directores en relación al tamaño y complejidad de la compañía, el respeto al principio *“una acción un voto”* y el propiciar la independencia y diversidad de los Directorios. Un paso sustancial dado por las AFP en la profesionalización de los Directorios es la contratación de la empresa *head hunter* *“Egon & Zender”*, una de las más importantes actoras a nivel mundial en cuanto a Gobiernos Corporativos, para determinar la elección de los directores.

En consecuencia, si bien el aporte de las AFP es innegable en cuanto a la independencia del Directorio, todavía parece insuficiente en cuanto al establecimiento de procedimientos más institucionalizados de nombramiento de los directores no independientes.

En la tramitación del proyecto de Ley de Gobiernos Corporativos, ya revisado en el capítulo primero, se incorpora a un director independiente. De aprobarse esta norma, se lograría un paso sustancial hacia la profesionalización de los Directorios. Con todo, una reforma más importante sería el establecimiento de una cantidad superior (idealmente mayoritaria) para aquellas compañías en que inviertan los Inversionistas Institucionales.

## **2.2 Determinación de Política de Remuneración de los Directores**

En Chile se observa un elevado componente de remuneración variable para los directores y ejecutivos de las compañías, lo que ha suscitado la intervención de las AFP en ciertos casos, promoviendo una *“revisión hacia abajo”* de estas cifras. El énfasis en el caso chileno debe estar puesto en la remuneración fija, por cuanto como se trata de

un mercado concentrado, la labor de control de la eficiencia y remuneración variable del Directorio queda principalmente en manos del controlador.

En algunos casos las AFP han solicitado a los Directorios o a las juntas de accionistas, cuando la primera moción no es aceptada, la revisión de las remuneraciones. Casos en que las AFP han presionado por una rebaja en las remuneraciones son Cristalerías de Chile el año 2005, Banco de Crédito e Inversiones (BCI) el año 2005 en que incluso AFP Cuprum propone una estructura de remuneraciones alternativa a la propuesta por el Directorio de la compañía. Ello implica un trabajo más sofisticado por parte de la AFP. Lo mismo hizo Cuprum en el caso de La Polar en el año 2006, en que propuso una estructura de remuneraciones en relación a la estructura de propiedad de la compañía, que no ostentaba de un controlador local (su controlador era un fondo de inversión extranjero); aquí se determinó una remuneración para los directores con una fuerte proporción de remuneración variable. La AFP buscó mejorar la rentabilidad en el largo plazo, lo que es consecuencia directa de su deber fiduciario en cuanto fiduciario de inversión. Sus deberes no se reducen a los de conservación, en cuyo caso una propuesta por una remuneración fija habría sido más probable; en cambio, al proponer una remuneración que se alinea con la estructura de propiedad de la sociedad, reflejó una mayor preocupación por la creación de valor en el largo plazo por parte de la AFP, en cumplimiento con sus deberes fiduciarios (en particular en cumplimiento de su deber de búsqueda de una rentabilidad).

En otro caso, el año 2007, las AFP hicieron presente que en su opinión la política de remuneraciones del Directorio presente en la Compañía de Cervecerías unidas no se condecía con la situación económico-financiera de la compañía puesto que dado su tamaño, una participación del 2,91% de las utilidades no parecía justificada. Tras una larga discusión con el controlador y otros minoritarios, la propuesta de las AFP no prosperó debido a la elevada concentración de la compañía.

Otro caso similar, en que las remuneraciones del Directorio no se encontraban alineadas con el origen de sus utilidades es el caso de Cementos el año 2006, en que la administración pretendía cobrar su porcentaje de participación sobre la base de

utilidades anuales (en circunstancias que aquellas utilidades se habían obtenido, en gran medida, como consecuencia de la venta de activo fijo -evento de suyo aislado y que no decía relación con una buena gestión de esa administración-). Lo anterior, al ser controvertido por las AFP, permitió el comienzo de un proceso de negociación que determinó una baja en un punto porcentual en la participación de los directores en la participación de las utilidades de la compañía. Este caso muestra de gran manera como la obtención de ganancias no siempre está relacionado con una buena gestión del Directorio actual y, en consecuencia, como los planes de compensación deben ser rigurosamente estudiados y como la elaboración de buenas auditorías independientes es un tema central para el funcionamiento de las compañías.

Como se puede apreciar, en lo que a remuneraciones del Directorio se refiere, las AFP han tenido un rol importante, siendo activos partícipes del debate sobre los Gobiernos Corporativos, tanto por su capacidad de analizar las cifras pagadas como por su capacidad de negociación.

### **2.3 Operaciones con Parte Relacionada**

Este es, sin duda, el terreno más “peligroso” para los accionistas minoritarios chilenos, para quienes el problema de la agencia, como ya hemos explicado antes, se manifiesta en el riesgo de expropiación por parte del accionista mayoritario. En las operaciones con parte relacionada el controlador puede ocupar su posición para realizar negocios que perjudiquen el interés social y beneficien a terceros relacionados a él. Cuando la propiedad es concentrada es necesaria la existencia de accionistas que tengan la fuerza para oponerse a las decisiones del controlador y ejercer un control sobre sus decisiones, de modo tal de informar al mercado las condiciones en que tienen lugar esas operaciones de la compañía.

En general, cuando no hay accionistas con capacidad para desarrollar esa tarea, los controladores abusan de su posición; por el contrario, la existencia de Inversionistas Institucionales cuya labor es, entre otras, la revisión de esas operaciones, se produce una sana negociación al interior de la compañía. Así, la presencia de las AFP tiene una

faceta preventiva en torno a operaciones en que no se impongan operaciones de mercado y de negociación, buscando obtener la mayor ventaja posible para todos los accionistas.

El “Caso Terra” se da en un entorno en que Telefónica España controlaba directa e indirectamente a CTC Chile, pues aún cuando no contaba con la mayoría de las acciones, podía designar la mayoría de los directores. En Agosto de 1999 el Directorio de Telefónica CTC Chile aprobó, en votación dividida, la venta de Telefónica Net a una Filial de Telefónica España (que concentraría los negocios de Internet de la empresa holding a nivel mundial) por un precio de US\$ 40 millones más el pago de una deuda ascendente e US\$10 millones. Los directores independientes manifestaron sus reservas sobre el precio pagado, frente a lo cual las AFP solicitaron peritajes para determinar el valor del activo. Los peritajes mostraron diferencias tan grandes como el hecho por *Bear Sterns* en US\$40 millones aproximadamente y el hecho por *Proteus Consultores*, en US\$90 millones aproximadamente. Las AFP decidieron iniciar acciones legales contra de los directores y Gerente General de Telefónica CTC Chile y Telefónica Mundo argumentando que realizaron la operación “*en condiciones inferiores a las que habitualmente prevalecen en el mercado*” faltando a sus deberes fiduciarios, por lo cual solicitaron la indemnización correspondiente. Posteriormente, en un Peritaje realizado por Juan Andrés Fontaine se llegó a la conclusión que el precio de venta -cercano a los US\$ 50 millones- se encontraba dentro de los rangos del mercado. Este caso muestra con fuerza la importancia de los directores independientes y de las AFP a la hora de proteger a los accionistas minoritarios y realizar búsqueda y análisis de información.

Otro caso similar en que se vio involucrada nuevamente Telefónica CTC tiene que ver con la oferta de compra de Telefónica Móvil de Chile S.A., su brazo de telefonía celular, a una filial de Telefónica España (que, de nuevo, concentraría el negocio regional para la telefonía móvil). Como antecedente hay que destacar la creciente importancia que la telefonía móvil representaba para Telefónica CTC Chile, y el que esto representaba la enajenación de un activo esencial a un relacionado al controlador. Dado el carácter de activo esencial, ciertos accionistas minoritarios llamaron a una Junta Extraordinaria de accionistas para que se pronunciara respecto de esta operación.

Finalmente, tras una ardua negociación entre el Directorio de Telefónica CTC y las AFP, se logró un acuerdo beneficioso en términos de precio para los minoritarios. La negociación fue posible dada la super mayoría de 2/3 que exige el artículo 44 de la ley de sociedades anónimas, artículo que fue reformado el año 2000 en el sentido aquí expuesto. Nuevamente, el rol de las AFP fue importantísimo, dada su capacidad de llamar a una junta extraordinaria de accionistas, de organizar a los minoritarios, actuar como bloque, monitoreando, llamando la atención del mercado en cuanto a las condiciones de la operación y obligando al Directorio a justificar sus decisiones.

Otro caso interesante, en que las operaciones con parte relacionada salieron a la luz, nuevamente como un tema central del Gobierno Corporativo en Chile, fue la fusión entre las sociedades MASISA y Terranova, ambas controladas por Grupo Nueva. La fusión se justificaba por conceptos de sinergias y economías de escala. Aquí el tema más delicado fue la relación de canje entre los accionistas de ambas sociedades, de modo tal de no perjudicar a los accionistas minoritarios de las sociedades. Una vez que la operación fue comunicada al mercado, se interpretó que el controlador estaba siendo beneficiado por las condiciones en que tendría lugar; frente a esto, las AFP impusieron condiciones relativas a un dividendo extraordinario, precios máximos por derecho a retiro, para la aprobación de la fusión. En este caso la participación de las AFP fue muy relevante en términos de negociación en representación de los accionistas minoritarios. Nuevamente, se nota una sinergia en las condiciones de negociación por parte de las AFP que beneficia las condiciones en que participan los accionistas minoritarios en general.

Resulta importante destacar que en estos casos las AFP ejercen su función fiduciaria en una mezcla de funciones de conservación y de inversión. Así, si bien estas acciones normalmente representan el ejercicio de los deberes de conservación, también estamos frente al deber de realizar actuaciones de índole económica para los patrimonios que representan, demostrando que la función de las AFP es, en esencia, ser un fideicomiso de inversión, como veíamos en el capítulo II.

## 2.4 Tomas de Control

En Chile se han dado muchos casos en que las AFP han tomado un rol decisivo en la negociación por precio, principalmente en casos relacionados con tomas de control: últimamente, el ejemplo más nítido de aquello ha sido la venta de su paquete accionario en *Telefónica Chile* el año 2008<sup>90</sup>.

Las AFP se opusieron al precio ofrecido en la OPA, obligando al oferente a mejorar el precio de adquisición en una nueva OPA. Sin la participación de las AFP esa operación habría sido exitosa, pero en condiciones desventajosas (o al menos no tan beneficiosas) para los accionistas minoritarios; así, podemos afirmar que la actuación de estos Inversionistas en un primer momento obligó al legislador a modificar la ley de mercado de valores e incorporar una OPA compulsiva. Asimismo, podemos afirmar que estos actores, al poder procesar mayor cantidad de información en mejores condiciones, al tener mayor fuerza que otros pequeños inversionistas en el mercado y al poder operar de modo conjunto (todas las AFP en un mismo sentido) ha permitido que puedan bloquear una operación de toma de control. Lo anterior ha implicado que a nivel de accionistas minoritarios se de el fenómeno del “*free rider*”, lo que estimo es altamente beneficioso, por cuanto la presencia de estos Inversionistas Institucionales ha provisto de mejores condiciones de información al mercado en su conjunto.

Uno de los casos más emblemáticos a este respecto es la OPA caso Chispas, caso que instaló definitivamente la discusión sobre los Gobiernos Corporativos en Chile. El caso, cabe recordar, propició una modificación a la Ley de Mercado de Valores en el sentido de Incorporar un Título relativo a las Tomas de Control y modificaciones al concepto de Control, la intervención de la Superintendencia de Valores y Seguros y la participación de los fondos de pensión. En síntesis, en este caso el proceso de toma de control de ENDESA Chile y ENERSIS por parte de Endesa España (EE) en el que los ejecutivos de ENERSIS vendieron el control “de hecho” que detentaban sobre estas sociedades, a través de otras sociedades, las llamadas “sociedades chispas” fue

---

<sup>90</sup> Ver en : [<http://diario.elmercurio.cl/detalle/index.asp?id=%7Be0f34d24-30db-4f41-9e82-3e94a2d518fd%7D#>] y, [[http://www.lanacion.cl/prontus\\_noticias\\_v2/site/artic/20081013/pags/20081013083703.html](http://www.lanacion.cl/prontus_noticias_v2/site/artic/20081013/pags/20081013083703.html)]

interpretado como una falta a sus deberes fiduciarios, al usar sus cargos en beneficio propio. Los Ejecutivos “gestores clave” de las sociedades chispas y de Enersis aceptaron vender sus acciones serie A y B de las sociedades Chispas de que eran propietarios y se obligaron para con EE a ejercer el poder de administración inherente a sus cargos de directores y gerentes en términos tales que EE pudiera ejercer una injerencia en la administración del Grupo Enersis mucho mayor de la que le correspondía por las acciones que estaba adquiriendo.

Fue la participación de las AFP, que en su conjunto detentaban el 32% de las acciones de ENERSIS, las que en junta extraordinaria de accionistas decidieron solicitar la renuncia del Gerente General y el Presidente del Directorio. Con ello, la estructura de control adquirida por EE no tenía sentido, con lo que EE se vio obligada a negociar nuevamente la adquisición de las sociedades Chispas

## **2.5 Designación de auditores externos**

Los auditores externos revisten una importancia fundamental, por cuanto son las entidades encargadas de transmitir al mercado el valor de las compañías. Sus valoraciones son fundamentales a la hora de asignar precios a los activos y, por tanto, su rol es fundamental en el funcionamiento del mercado.

En el caso norteamericano, en los escándalos corporativos de comienzos de década, los auditores jugaron un rol fundamental; nada de ello ocurrió en Chile por lo que no existen los mismos conflictos de interés con la administración que en el caso de Estados Unidos. Con todo, se observa un grado de concentración muy elevado en este mercado, lo que no es sino reflejo de la realidad de este mercado a nivel mundial, existiendo prácticamente cuatro grandes “jugadores” (*Ernst & Young, Deloitte, KPMG y PriceWaterhouseCoopers*).

En el caso chileno, estos actores juegan un rol importante en las asesorías legales a las corporaciones, por lo que hay un margen para conflictos de interés entre los auditores y las sociedades auditadas. Ahora, si bien el tamaño y prestigio de cada

consultora hace que no puedan “jugar” con sus asesorías, no ocurre lo mismo con los funcionarios de cada consultora, quienes sí pueden ser objetos de fuertes tentaciones, principalmente en la competencia interna por captar clientes. Es importante buscar la rotación de los auditores o grupos de auditores y el establecimiento de ciertas incompatibilidades entre los servicios que se pueden o no prestar por las auditoras, en el sentido de lo expresado por el proyecto de Gobiernos Corporativos que actualmente se discute en el parlamento. Ello pues, en términos simples, sin auditores independientes y profesionales, el mercado no funciona.

Las AFP han solicitado modificaciones en la designación de los auditores externos de muchas empresas, y algunas de ellas, que en general se caracterizan por un esfuerzo en la mejora de las prácticas de Gobierno Corporativo, han establecido dentro de sus políticas de inversión la exigencia de rotación del auditor externo. La forma de hacer real esta política es solicitar su aplicación (rotación cada 5 años) en las juntas de accionistas de las compañías.

Algunos casos destacados son, en Soquimich S.A. el año 2007 las AFP solicitaron el cambio del auditor externo por haber sido el auditor durante mucho tiempo. En la junta se dieron las explicaciones correspondientes y se dijo que si bien es la misma compañía, han cambiado los socios a cargo de esa auditoría, por lo que no se trataría de las mismas personas. En el caso de Corpbanca el año 2007, las AFP se opusieron a la designación del auditor externo por las mismas razones que en el caso anterior; el resultado si bien no fue el cambio del auditor fue, como en el caso anterior, el cambio del socio a cargo. Lo mismo ocurrió en el caso de CAP el año 2006, con la confirmación de Deloitte como auditor externo. En esta materia el impacto de la aprobación del proyecto de ley de Gobiernos Corporativos sería sustantivo.

## **2.6 Ejercicio de derechos como tenedores de bonos**

Los bonos son instrumentos de deuda a plazo, y conforman buena parte de la inversión de las AFP. A agosto del año 2007 las AFP representaban el 45% de los tenedores de bonos del país. De acuerdo a lo dispuesto por la Ley de Mercado de

Valores, el encargado de negociar en representación de los tenedores de bonos es el Representante de los tenedores de bonos y, en caso que las condiciones del bono fueren modificadas sustantivamente, los tenedores de bonos pueden reunirse y tomar decisiones directamente en la junta de tenedores de bonos, que viene a ser el equivalente, *mutatis mutandis*, a las juntas de accionistas. Conforme a lo dispuesto por los artículos 45 bis y 155 del DL 3500 las AFP tienen la obligación de asistir a las juntas de tenedores de bonos.

En algunos casos, las AFP han entrado a negociar las “cláusulas de resguardo” de los bonos, o “*covenants*”. Así por ejemplo, la sociedad concesionaria Autopista del Norte sometió a consideración de la Junta de Tenedores de bonos la posibilidad de modificar las cláusulas relativas a la modificación del sistema de garantías otorgadas por el emisor y la sustitución de la compañía con que se había contratado una póliza de seguros. En la operación, los representantes de las AFP condicionaron su aprobación a la incorporación de nuevos límites máximos de deuda adicional preferente de la sociedad emisora y la incorporación de nuevas obligaciones de información para el emisor en cuanto al tráfico mensual, recaudación etc.

Las AFP han tenido también una participación en la negociación del pago del bono emitido por GENER, financiado mediante la emisión de otro bono posterior (operación de refinanciamiento), a efectos de lo cual fue necesario el consentimiento de las AFP como principales tenedores del bono, pues los *covenants* del instrumento no lo permitían.

Otros dos casos en que las AFP han intervenido en la negociación de modificaciones a los contratos de bonos son los ocurridos en los años 2005 y 2006 respecto de la sociedad Securitizadora Interamericana y de Guacolda, respectivamente. En ambos casos las AFP condicionaron su aprobación a las modificaciones al cumplimiento de ciertas exigencias relativas ya sea a la inversión de los fondos obtenidos de la enajenación de acciones (por la venta de un activo esencial) y al pago de compensaciones económicas.

## **2.7 Acciones judiciales.**

Son escasos los casos en que los emisores de valores o incluso las AFP han debido defenderse judicialmente por infracción a sus deberes fiduciarios. Es más, las AFP generalmente no demandan indemnización ni se querellan contra los emisores. Esto se puede deber a diversas razones, pero no es un buen síntoma lo bajo de la actividad judicial en esta materia puesto que las sanciones e indemnizaciones tienen un rol de prevención del cual normalmente una negociación carece.

Lo anterior se puede deber a muchas causas: desde un nivel de concentración de Directorios muy grande, que los directores de la AFP y los emisores se conozcan mucho y, por tanto, hay razones de tipo social que impidan una demanda de estas características y facilitan la negociación, etc. También hay razones de carácter procesal: un juicio civil es largo y los honorarios de los abogados y árbitros especialistas en materias corporativas son elevados, ello sumado a una baja probabilidad de éxito dado que los emisores sólo responden de culpa leve en el ejercicio de sus funciones, etc. Lo anterior no representa el panorama más favorable al activismo judicial en estas materias.

En este contexto, la acción de las agencias estatales (SVS y SAFP) es de extrema importancia, pues tienen información y conocimiento suficiente para confrontar la acción de los emisores y de las AFP. Así, en muchos casos, la medida correcta será la aplicación de sanciones ya no civiles, sino administrativas.

En el caso de las AFP resulta interesante destacar su decisión de demandar a los directores y Gerente General de Telefónica CTC en el marco de operaciones con parte relacionada por la venta de la venta de Telefónica Net a Terra, ya revisada. Por razones extrajurídicas aquella demanda no llegó a término, sin perjuicio de lo cual ha sido un

primer paso en dar cuenta al mercado que las AFP no siempre están por la negociación cuando estiman que sus intereses han sido perjudicados<sup>91</sup>.

A nivel estadístico, la participación de las AFP en los organismos máximos de decisión de los emisores si bien es permanentemente monitoreada por la agencia reguladora (superintendencia de pensiones), aquella información no resulta en una información transparente y continua al mercado (de hecho en la investigación para ejecutar este trabajo, la colaboración de la asociación de Administradoras de Fondos de Pensión, fue nula). En virtud de lo anterior, para efectos de poder registrar parte del comportamiento de las AFP en cuanto a asistencia a Juntas de Accionistas y Juntas de Tenedores de Bonos, tomaremos como muestra el período Febrero-Abril del año 2006, publicado por la Superintendencia de AFP de la época<sup>92</sup>.

Del documento referido podemos llegar a las siguientes conclusiones: En general existe un buen nivel de cumplimiento de las AFP en cuanto a su deber de asistencia a Juntas de Accionistas y Juntas de Tenedores de bonos y, además, podemos afirmar que el trabajo conjunto por parte de las AFP ha permitido que ellas logren integrar una cantidad importante de directores independientes a las sociedades que son accionistas.

Se observa en general, que existen arreglos institucionales que permiten contrastar la información otorgada por los candidatos a directores nombrados por las AFP y aquella otorgada por los controladores de modo tal de asegurar la independencia de los directores nombrados por las AFP. En particular, parece razonable confiar en las declaraciones juradas y el cruce de información entre la SVS y la Superintendencia de Pensiones a efectos de asegurar la independencia de los directores.

---

<sup>91</sup> Un caso posterior a la finalización de esta memoria se ha presentado en tribunales, en que una AFP Chilena demanda al presidente del Directorio de una empresa listada en bolsa por infracción al régimen de Gobiernos Corporativos de la empresa. Ver: [[http://df.cl/portal2/content/df/ediciones/20090604/cont\\_114126.html](http://df.cl/portal2/content/df/ediciones/20090604/cont_114126.html) ]

<sup>92</sup> Documento emitido por la Superintendencia de AFP, en el año 2006 "*Participación de las Administradoras de Fondos de Pensiones en Juntas Ordinarias y Extraordinarias de accionistas, Juntas de tenedores de bonos y asambleas ordinarias y Extraordinarias de aportantes de fondos de Inversión*".

### 3. El Aporte de AFP Cuprum

Un aporte significativo para la mejora de los Gobiernos Corporativos de las empresas chilenas lo constituye el Manual de Gobierno Corporativo elaborado por AFP Cuprum<sup>93</sup>, y que, como la misma institución lo expresa, tiene por objeto:

*“incentivar la mejora de las prácticas de gobierno corporativo existentes en Chile y con ello aumentar el valor de las inversiones de los fondos pensiones, objetivo que se desprende de la preocupación permanente de AFP Cuprum de velar por los intereses de sus afiliados”*

El trabajo de AFP Cuprum destaca por lo explícito que es en cuanto a su propósito y fundamento; así, el mismo documento establece que *“AFP Cuprum pretende conocer la posición de toda compañía frente a esta serie de principios y tópicos”*.

En cuanto a la composición del Directorio, la AFP se pronuncia a favor del principio democrático o “una acción un voto”, lo que es consistente con la posición de la OECD y sus principios de buen gobierno Corporativo, manifestando su oposición a las acciones de doble clase por distorsionar la relación que existe entre el capital y la formación del Directorio. En ese sentido propicia una participación proporcional. Asimismo, a objeto de evitar la dilución de los accionistas minoritarios propone como tope, Directorios de 11 miembros. Finalmente, hace énfasis en la independencia de los directores, destacando que el énfasis sustantivo debe estar en la independencia del controlador, atendiendo al modelo de control existente en Chile.

Es importante también destacar que la AFP atribuye al Directorio un rol de control de la administración, no permitiendo que esta intervenga en la función de la primera. Asimismo, atribuye el rol de pensar en el largo plazo de la compañía y de ser estrictos vigilantes del análisis financiero y de riesgo de la entidad.

---

<sup>93</sup> Políticas de Gobierno Corporativo: Aumentando el Valor de los Fondos de pensiones. AFP Cuprum, 2007. Disponible en: <http://www.cuprum.cl/varios/Políticas.pdf>

AFP Cuprum también se pronuncia a favor de una política de rotación del Directorio, de revisión de la continuidad del director independiente al transcurrir 6 años desde su nombramiento, una limitación a 4 del número de Directorios por director independiente y una política clara y transparente de la compañía en torno a la elección y rotación de los directores.

También resulta importante la política de AFP Cuprum de favorecer una remuneración clara e incompatible con otro tipo de dieta para los directores de cada compañía. Al efecto la AFP apoya (aunque no incentiva u obliga) la conformación de distintos comités encargados de áreas sensibles, ya sea en relación al mercado o establecidas por ley (artículo 50 bis) para tratar materias en que se aprecien sensibles conflictos de interés al interior de la compañía. A este respecto extraña la falta de mención a los comités de nombramiento, aunque su omisión puede deberse al mismo conflicto de interés que generan al interior de la compañía, ya mencionada anteriormente.

En cuanto a la auditoría, la AFP hace una remisión al artículo 50 bis de la ley de sociedades anónimas, y recomienda cambiar al auditor externo cada 5 años, a fin de mantener la situación de independencia de la compañía.

Un aporte muy importante del manual es la exigencia de un mínimo de información requerida por la AFP para invertir en una sociedad. Junto a otra información financiera relevante, destaca la exigencia de un Código de Gobierno Corporativo de cada sociedad emisora de valores. Como explicaba en el primer capítulo de esta memoria, al ser compromisos voluntarios, consisten en una serie de normas que al ser adoptadas unilateralmente por la entidad emisora, comprometen su responsabilidad y pasan a ser parte de las obligaciones de las personas adscritas a la entidad.

En cuanto al manejo de la información privilegiada, la AFP estima que el Directorio *“Sin perjuicio de su deber de reserva y de resguardo de los intereses estratégicos de la Compañía, debe hacer públicos lo antes posible todos aquellos hechos nuevos que se hayan producido en el ámbito de las actividades de la empresa y que no sean de*

*dominio público si, por sus efectos sobre la situación patrimonial y financiera o sobre las actividades comerciales generales, pueden influir de forma significativa en la cotización bursátil de los títulos admitidos*". La preocupación por esta materia resulta de una serie de escándalos públicos en que la administración de grandes compañías ha hecho uso de esta información para beneficio propio, lo que ha desencadenado numerosas reformas legales.

También resulta interesante la exigencia de mantener información relevante y que diga relación con la exigencia de un Manual de Gobierno Corporativo, de ética, de solución de conflictos de intereses y la publicación de hechos esenciales de la compañía en su página Web.

Un acápite especial del manual lo conforma la remuneración del Directorio, en que el principio general establecido por la AFP es que debe estar alineada con la situación económico financiera de la compañía y con la maximización del valor de esta en el largo plazo. Ya hemos visto como en algunos casos AFP Cuprum ha hecho valer este criterio para oponerse a los planes de compensación de empresas específicas. Asimismo, se establece que la remuneración del Directorio debe estar en línea con la remuneración del mercado y el tamaño de la compañía.

Resulta interesante también el establecimiento de recomendaciones directas de límites sobre el Directorio, así como la inclusión de un factor de remuneración variable.

En cuanto a la forma de remuneración variable del Directorio, resulta aún más interesante la forma en que la AFP advierte evaluará cada plan de remuneración, indicando incluso la forma mediante la cual se debieran otorgar las opciones.

Asimismo, resulta interesante destacar la posición explícita de la AFP en contra de mecanismos para evitar tomas de control hostil.

Por último, resulta interesante que AFP Cuprum acote mediante este manual lo que entiende por Responsabilidad Social Empresarial, favoreciendo aquellas actitudes en la

medida que correspondan a formas de educación y beneficios para los trabajadores de la compañía o formas de minimización de las externalidades negativas de la actividad de la compañía.

#### **4. Conclusión**

El aporte de las AFP, como ya hemos demostrado, tiene tres pilares, el apoyo a la función legislativa en el sentido de buscar mejores mecanismos de control de las empresas en que invierten; la actuación frente a casos particulares, ya sea en función de su deber de conservaciones de los patrimonios confiados, ya sea en función de su deber fiduciario de inversión y, finalmente, mediante la creación de recomendaciones que informen al mercado de su política de inversión.

Estimo que efectivamente las AFP han tenido una participación importante en el mercado de capitales chileno y han hecho sentir su voz a la hora de mejorar las prácticas de Gobiernos Corporativos de las Compañías en que invierten; con todo, pienso que dado su peso relativo en el mercado, bien podrían aumentar la presión sobre los emisores para abandonar prácticas antiguas y que no se condicen con el principio democrático ni con la mayor transparencia que debiera primar en la elección de los Directorios de compañías que se manejan con recursos públicos.

## CONCLUSIÓN

Es difícil imaginar hoy el mercado de capitales chileno sin la participación de los Fondos de Pensión que, en su conjunto, manejan a la fecha activos por US\$ 85.000 millones aproximadamente, representando en total el 14,7% del mercado de las acciones y el 11,6% del mercado de bonos de empresas, ambos a nivel nacional<sup>94</sup>. Asimismo, el mercado de capitales chilenos no sería tan dinámico y recursos no se asignarían de manera tan eficaz sin la generación de la información de las AFP; finalmente, las reformas a la ley de mercado de valores y sociedades anónimas habrían sido muy distintas, de haber ocurrido, sin la preocupación y el activismo de los fondos de pensiones.

En el primer capítulo revisé la estructura de las sociedades anónimas, que se caracterizan por ser un vehículo de inversión en que se produce una separación entre el capital y el control del mismo. Esto genera problemas de agencia (y conflictos de interés). Se desarrollaron, asimismo, un conjunto de estructuras sociales para prevenir estos conflictos de interés. Se explicó la necesidad de contar con mecanismos de control internos, cuya conformación está entregada a los órganos de cada compañía; y externos, cuya conformación recae en el legislador, agencias reguladoras y el mercado.

Asimismo, se explicó que buenos Gobiernos Corporativos comprenden materias como Juntas de Accionistas, cuya principal función es tomar las decisiones más relevantes de la compañía y en que debiera prevalecer el principio “una acción un voto”;

---

<sup>94</sup> Cartera Agregada de Fondos de Pensiones, Mayo de 2009. Disponible en [[https://www.spensiones.cl/admusuarios/carteras/genera\\_xsl.php?fecpro=200905&listado=1](https://www.spensiones.cl/admusuarios/carteras/genera_xsl.php?fecpro=200905&listado=1)]

Directorios, en que se debe promover la especialización en actividades como diseño de los paquetes de compensaciones, composición del mismo, generación de estrategia de la sociedad, control del riesgo de la sociedad, control de los auditores externos y aprobar operaciones con parte relacionada, entre otros.

Explicué el porqué estimo que la autorregulación es un buen mecanismo para evitar los conflictos de interés, en tanto da espacios a una regulación que se acomoda a las necesidades de la compañía y previene la intromisión de la autoridad en el contrato social, siendo una forma acorde con el principio de autonomía. Asimismo, explicué que este camino ha sido tomado a medias por el legislador Chileno, primero mediante normas de carácter administrativo, y luego se ha plasmado en un proyecto de ley que recoge tales ideas y que, espero, sea aprobado sin mayores modificaciones por el parlamento.

El segundo capítulo explica brevemente la estructura de las AFP como el principal Inversionista Institucional que invierte en nuestro mercado. Luego presenta una serie de instituciones jurídicas que contienen normas sobre conflicto de interés, siendo algunas de ellas muy cercanas a la función y estructura de los Inversionistas Institucionales. Se concluye que la función que realizan es esencialmente fiduciaria, que doctrinariamente estamos en presencia de negocios fiduciarios de inversión y que su deber consiste tanto en proveer de seguridad a las inversiones, como de obtener una rentabilidad con esos recursos. Se ha explicado que la figura de las AFP es más similar a la figura típica de la Curaduría que la del mandato y que, como tal, debe buscar en primer lugar la conservación del patrimonio que se le ha encomendado.

Es aquella mezcla de funciones de conservación y obtención de una rentabilidad lo que determina que las AFP deban preocuparse de los Gobiernos Corporativos de las empresas en las que invierten, asegurándose que los Directorios de estas compañías cumplan con sus deberes fiduciarios. En consecuencia, la actuación de las AFP tiene un sentido doble, por una parte busca obtener una ganancia y por otra (aunque la más importante muchas veces relegada a un segundo plano) la obtención de una seguridad de sus inversiones.

El tercer capítulo revisa de un modo más específico las normas de las AFP sobre conflictos de interés, así como la actuación de las AFP frente a episodios de conflicto de interés en que se han vulnerado los derechos de los accionistas minoritarios, afectando consecuentemente el valor de las cuotas de sus afiliados. En ese sentido, el tercer capítulo muestra diversos aspectos en que la actuación de las AFP ha resultado decisiva para mejorar las prácticas de Gobierno Corporativo. Un ámbito en que ellas han participado activamente ha sido en la determinación de los mecanismos de compensación a los ejecutivos, logrando negociar remuneraciones y condiciones más proporcionales al patrimonio y ganancias de cada compañía. De otra parte, han persistido en la búsqueda de una real independencia de los auditores externos. En este ámbito no han sido tan enfáticos y, probablemente por lo mismo, no han sido exitosos, logrando sólo cambios de grupo a cargo, más no de auditora a cargo.

Las AFP han desarrollado un aporte importante en la revisión de las operaciones con parte relacionada, llegando incluso a llevar las disputas a tribunales. A este respecto,

su aporte ha sido importante como control de la administración. Han tenido un rol muy relevante, asimismo, en cuanto a las operaciones de Tomas de Control, en que han obtenido sustanciales incrementos en el precio de adquisición de las acciones. A este respecto, resulta importante su presión por la redacción de leyes como la ley de OPAs.

En materia judicial los casos que han llevado a tribunales han sido casi inexistentes y poco exitosos. Esto puede deberse a que los estándares establecidos por el legislador para establecer cuando se han infringido los deberes fiduciarios de los directores y gerentes imposibilitan el establecimiento de la infracción a los deberes de cuidado, cuyo nivel de diligencia exigido es medio.

Las AFP no presentan mayor información sobre sus políticas de inversión, sin perjuicio que algunas de ellas la tienen. Destacan a este respecto dos entidades, Cuprum y Hábitat, por poseer una política clara de Gobiernos Corporativos, que imponen a las sociedades en las que invierten cuando participan en cada Junta de Accionistas. Destaca en particular el esfuerzo de la primera, al establecer un Código de Gobiernos Corporativos, en línea con lo hecho a nivel comparado por otros fondos de pensión y de inversión.

A modo general uno puede arribar a la conclusión que las AFP han desarrollado una función fundamental en el mejoramiento de los Gobiernos Corporativos de las empresas chilenas, pese a encontrar múltiples obstáculos dada la estructura del mercado, proveyendo de información y espacios para la negociación sobre materias específicas, ya enunciadas anteriormente. Lo anterior, con todo, dista de un ideal de comportamiento

de estas empresas, cuya estructura es a su vez concentrada. Se aprecian bajos flujos de información a los afiliados, políticas poco claras, salvo las excepciones ya indicadas, y un bajo activismo, al no poseer ni aún Códigos de Gobierno Corporativo de modo generalizado. En síntesis, aunque su aporte ha sido importante, hay mucho espacio para seguir avanzando.

## BIBLIOGRAFÍA

### Libros

1. Acevedo, Paulina. La Autorregulación y los Gobiernos Corporativos. Memoria para optar al Grado de Licenciada en Ciencias Jurídicas y Sociales. Valparaíso. Universidad Adolfo Ibáñez. Año 2006.
2. Alcalde Rodríguez, Enrique. La Sociedad Anónima. Primera Edición. Santiago-Chile. Editorial Jurídica. Año 2007.
3. Apreda, Rodolfo. Corporate Governance. Primera Edición. Buenos Aires-Argentina. Editorial La Ley. Año 2007.
4. Apreda, Rodolfo. Mercado de Capitales, Administración de Portafolios y Corporate Governance. Primera Edición. Buenos Aires-Argentina. Editorial La Ley. Año 2005.
5. Contreras Strauch, Osvaldo. Instituciones de Derecho Comercial. Tomo I. Segunda Edición. Editorial Lexis Nexis. Año 2005.
6. Cooter, Robert y Ulen, Thomas. Law and Economics. 4th Edition. New-York. Ed. Pearson. 2006.
7. Dignam, Alan y Lowry, John. Company Law. 5th Edition. Oxford, Reino Unido. Ed. Oxford University Press. Año 2008.
8. Fernández Méndez, Andrés. Estudio Doctrinario sobre la afiliación y las relaciones jurídicas que surgen a partir de ella entre las AFP, los fondos y los afiliados. Memoria para optar al grado de licenciado en ciencias jurídicas y sociales. Santiago-Chile. Universidad de Chile. Año 2006.
9. Meza Barros, Ramón. De Las Obligaciones. Novena Edición. Santiago-Chile. Editorial Jurídica. Año 2004.
10. Peñailillo Arévalo, Daniel. Los Bienes. Tercera Edición. Santiago-Chile. Editorial Jurídica. Año 1997.
11. Puelma Accorsi, Álvaro. Sociedades. Tomo II. Tercera Edición. Santiago-Chile. Editorial Jurídica. Año 2003.
12. Ramos Pazos, René. Derecho de Familia. Quinta Edición. Santiago-Chile. Editorial Jurídica. Año 2005.

13. Rodríguez Azuero, Sergio. *Negocios Fiduciarios*. Primera Edición. Bogotá-Colombia. Editorial Legis. Año 2005.

14. Stitckin Branover, David. *El Mandato Civil*. Quinta Edición. Santiago-Chile. Editorial Jurídica. Año 2008.

### **Estudios / Artículos de Revista / Law Working Papers / Materiales**

15. Agosín, Manuel y Pastén, Ernesto. *“Corporate Governance in Chile”*. Banco Central de Chile. Documentos de Trabajo. Working Paper N°209/2003.

16. Baums, Theodor y Scott, Kenneth. *“Taking shareholder protection seriously? Corporate Governance in the United States and Germany”*. Law Working Paper N° 17/2003. European Corporate Governance Institute.

17. Burkart, Mike y Panunzi, Fausto. *“Takeovers”*, Finance Working paper n° 118/2006. European Corporate Governance Institute.

18. Burkart, Mike y Panunzi, Fausto. *“Mandatory Bids, Squeeze out, Sell out and the Dynamics of the tender offer process”*. Law Working Paper N° 10/2003.

19. Goergen, Mark. Martinova, Marina y Renneboog, Luc. *“Corporate Governance Convergence: Evidence from takeover regulation”*. Law Working paper N° 33/2005. European Corporate Governance Institute.

20. Hansen, Henrik y Haisler, Peter. *Compendio de Materiales de Lectura para curso de Gobiernos Corporativos*. Tomos I y II. Universidad de Copenhague. Copenhague-Dinamarca. Semestre Enero-Junio. Año 2006.

21. Hansman, Henri. *“Corporation and Contract”*. Law Working Paper N°66/2006 Yale Law School and European Corporate Governance Institute.

22. Hopt, Klaus y Leyens, Patrick. *“Boad Models in Europe”*. Law Working Paper N° 18/2004. European Corporate Governance Institute.

23. Kirkpatrick, Grant. *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*. February, 2009. Financial Market Trends. OECD.

24. La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer A., Vishny, R. *Investor Protection and Corporate Governance*. Junio de 1999. disponible en: <http://ssrn.com/abstract=183908> or DOI: 10.2139/ssrn.183908

25. Lefort, Fernando. *Gobierno Corporativo ¿Qué es? ¿Cómo andamos por casa? Cuadernos de Economía*. (N°120) pp. 207-237 Pontificia Universidad Católica. Santiago-Chile. Agosto, 2003.

26. Lefort, Fernando. La Contribución de las Administradoras de fondos de Pensiones al Gobierno Societario de las Empresas Chilenas. En: [<http://www.afp-ag.cl/Estudios/EstudioFL.pdf>]

27. Margozzini, Francisco. La Industria de las AFP. En: Baesa, Sergio y Margozzini, Francisco. Quince años Después, Una mirada al sistema privado de pensiones. Chile. Centro de Estudios Públicos. Año 1995. pp. 99-129.

28. McKinsey Global Investor Survey. Disponible en: [<http://www.feller-rate.cl/general2/articulos/gobcorpvr0706.pdf> ]

29. Pfeffer Urquiaga, Francisco. Nuevas Normas sobre Gobierno Corporativo y Mayores Responsabilidades para los Directores de Sociedades Anónimas. Gaceta jurídica. Santiago. Chile. No. 244 (oct. 2000), Páginas 7-23.

30. Pfeffer Urquiaga, Francisco. Comentario al Caso Chispas. Material de Lectura para Diplomado de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho. Universidad de Chile. Año 2007.

31. Reveco Urzúa, Ricardo. “El Conflicto de Interés en el Código Civil Chileno”. En: Martinic Galetovic, María Dora. \_Sesquicentenario del Código Civil de Andrés Bello. 1ª Ed. Santiago, Chile. Ed. Lexis Nexis.

32. Principios Generales de Gobierno Societarios para las Empresas Chilenas. Centro para el Gobierno de la Empresa. 2007. [[www.gobiernodelaempresa.cl](http://www.gobiernodelaempresa.cl)]

## ANEXO I

### La dimensión de Los Gobiernos Corporativos de la Crisis de 2008

La Crisis financiera mundial que inició el año 2007, ha dejado distintas lecciones, y parte de la doctrina estima que fallas a nivel de Gobierno Corporativo han tenido un fuerte componente en la generación de esta crisis<sup>95</sup>.

Mientras el mercado asignaba valores y se generaba riqueza en el mercado de capitales, la situación de los comités de auditoría y la función de los Directorios a nivel mundial, fue poco cuestionada. Cuando los mercados comenzaron a operar, descubriendo que las ganancias por sectores no eran las que reflejaban los balances de las compañías, se empezó a cuestionar el funcionamiento de los Directorios, por cuanto subestimaron los riesgos implícitos en cada operación.

Esta crisis se debe, en gran medida, a las fallas de los Gobiernos Corporativos de las entidades financieras. Los Gobiernos Corporativos de estas entidades, dada la complejidad de las operaciones que llevan a cabo, obligan a poner un énfasis mayor en el análisis del riesgo que asumen.

Un informe elaborado por la Grupo de Estudio “*Steering Group*” de Gobiernos Corporativos de la OCDE, ha hecho hincapié en estos asuntos, y nos presenta los temas que, desde la perspectiva, societaria, han incidido en la generación de la crisis financiera.

En síntesis, el informe propone que en las instituciones financieras mundiales, se han presentado los siguientes problemas:

1. El primer problema, básico, es el que ya revisamos en el punto 2.2 del capítulo III de esta memoria: la determinación de las remuneraciones de los Directorios.

El principio VI.D.4. de la OECD sobre Gobiernos Corporativos recomienda que es deber clave del Directorio alinear las políticas de remuneración de la compañía con los intereses de largo plazo de la misma y sus accionistas.

Además de los conflictos ya tratados en el cuerpo central de esta memoria, parece claro que las estructuras de remuneraciones de los directores, de ejecutivos principales y medios, han incentivado inversiones riesgosas, privilegiando los objetivos de corto plazo por los de largo plazo. Así, el informe indica que “(...) *que el sistema de compensación por bonos, en los bancos de inversión, han provisto de incentivos para adoptar posiciones sustancialmente riesgosas mientras que ha impedido a los bancos tener la flexibilidad necesaria para reducir los costos cuando esto fuera necesario*”. Se cita una cantidad importante de empresas que han quebrado desde mediados del año 2007 a finales del 2008, en que el componente principal que indujo a sus ejecutivos a

---

<sup>95</sup> Anexo preparado sobre la base del informe del “Steering Group” on Corporate Governance, de la OCDE, a cargo de Grant Kirkpatrick, “The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis” OECD, 2009.

una forma determinada de inversión, fue la composición de sus compensaciones mediante bonos. Se plantea que los planes de compensación debieran estar relacionados no sólo con los ingresos generados, sino también con el costo de capital y con una medida de riesgo por operación.

2. Un segundo elemento importante, relacionado con el primero, es la adopción de riesgo excesivo, lo que importa una infracción al principio VI.D.1 de los principios elaborados por la OECD. “El *Directorio debiera cumplir con ciertas funciones claves como revisar permanentemente la estrategia de la compañía, planes de acción mayores, y definir la política de riesgos de la compañía*”.

Para comprender esta dimensión de la crisis, hay que hacer un breve repaso de la forma como esta se genera. Desde comienzos de década hasta finales del 2008 el mundo entero vivió una política monetaria expansiva, en que los bancos vivían en un ambiente sumamente competitivo. Para hacer frente a ese escenario, los bancos crearon nuevos instrumentos financieros denominados CDO y (Securitized Credit Debt Obligations) y RMBS (Residential Market Backed Securities), mediante los cuales transformaron (securitizaron) obligaciones de pago ilíquidas en activos líquidos. Los inversionistas institucionales y bancos de inversión, filiales de los bancos comerciales tradicionales, llenaron sus patrimonios con estos activos.

Estos activos tenían la particularidad que no debían ser necesariamente incorporados a los balances de las compañías, permitiendo evitar a los bancos incrementar su capital en conformidad a las reglas del comité de Basilea I y II. Lo anterior operó de modo normal, y mientras no hubiera restricciones de liquidez, no habría problema con estos activos.

Hacia finales de 2006 y comienzos de 2007 distintos bancos, instituciones financieras mundiales y agencias regulatorias llamaron la atención del incremento en los incumplimientos de los pagos de las hipotecas del mercado norteamericano. Esta información estuvo desde aquella época disponible para todas las instituciones financieras e inversionistas institucionales; sin embargo, pocos hicieron algo por reducir su exposición a este tipo de activos.

Al momento de estallar esta burbuja, hacia mediados de 2008, todos estos activos perdieron valor, los bancos tuvieron que incrementar su capital, y hubo menor liquidez en los mercados, con lo que el estrés de los mercados se acentuó aún más. Frente a la paralización de los mercados los Estados tuvieron que salir a comprar estos activos, ahora denominados “activos tóxicos”.

¿Por qué se produjo esta crisis? Hay múltiples razones, una de las más importantes es que los modelos de riesgo sólo consideraban a los actores individuales como pequeños actores en el mercado, lo que no era cierto; de hecho, desde 2008 a esta parte una de las grandes preocupaciones de los reguladores es que hay bancos “muy grandes como para dejarlos caer”, razón por las cuales los Estados tuvieron que intervenir.

Desde la perspectiva de los Gobiernos Corporativos, hay dos elementos que influyeron de modo determinante en esta crisis: i) las ya mencionadas políticas de remuneraciones de los directores y directivos de los bancos no estaba alineada con el rendimiento de aquellas instituciones en el largo plazo. Así, se ha visto como muchos de los bancos que fueron “rescatados” tuvieron que pagar millonarias cifras a sus ex ejecutivos. Lo anterior es consecuencia de un sistema equivocado de “premio” a la administración, llevando a premiar el riesgo excesivo y; ii) No había transparencia ni comprensión de los riesgos implícitos en cada operación. De hecho, la exposición a los CDO excedía con mucho la comprensión de los riesgos inherentes (y sistémicos) de estos instrumentos, aún para las instituciones financieras más sofisticadas; La comprensión y control sobre los balances y necesidades de capital de ciertos bancos por activos “off balance” no fueron comprendidos a cabalidad por los directores y administradores de los bancos. Las firmas que mejor enfrentaron la crisis, fueron aquellas que de modo más transparente y rápido pudieron transmitir la información al Directorio y que demostraron tener una actitud más flexible para comprender los riesgos de estos nuevos instrumentos.

Finalmente, respecto al caso de las AFP y Chile, no se entiende cual es la razón para que nuestras AFP estuvieran expuestas, en el mismo modo que otros Inversionistas Institucionales extranjeros, a los mismos niveles de riesgo, obteniendo pérdidas de hasta un 35% en el fondo A. Las AFP poseían información sobre esta burbuja inmobiliaria al igual que la mayor parte de los bancos a nivel mundial, pero al parecer, como todos los actores, o no consideraron serias las advertencias del Fondo Monetario Internacional y El Banco Mundial, o no tuvieron capacidad de respuesta. En cualquier caso el tema del riesgo a que estaban expuestos debe ser analizado de modo detallado para poder arribar a una conclusión.

## ANEXO II

### El Caso FASA

Con posterioridad a la finalización de esta memoria, con fecha 2 de Julio del año 2009, la SVS decidió formular cargos contra los directores de Farmacias Ahumada S.A. por su actuación en el caso de Colusión entre las tres grandes farmacias del país.

La noticia, sucede a la decisión de la AFP Capital de demandar al presidente del Directorio de FASA por infracción a la ley de sociedades anónimas. Ambas informaciones se adjuntan a este anexo.

Sin entrar al fondo del asunto, cuestión que será resuelta oportunamente por los tribunales ordinarios y arbitrales respectivamente, ambas decisiones muestran un mayor activismo de los inversionistas institucionales y agencia reguladora en cuanto a exigir a los directores de las sociedades anónimas abiertas un mayor estándar de diligencia en relación a sus deberes fiduciarios.

En contra del Presidente de Fasa, los cargos de la Superintendencia se fundamentan en arrogarse funciones que son privativas del Directorio, al no informar a este sobre las negociaciones que llevaba con la Fiscalía Nacional Económica en el marco de una Investigación sobre Colusión, ofreciendo compensaciones significativas.

En contra del Vicepresidente de la entidad, los cargos también se formulan por su infracción a los deberes de diligencia, al no informar al Directorio de las negociaciones en curso; más aún cuando desempeñaba funciones propias del Gerente General.

En contra del Directorio los cargos se formulan por su infracción al deber de diligencia, por cuanto no solicitaron información sobre la investigación llevada a cabo por la Fiscalía, pese a tener antecedentes suficientes como para comprender la gravedad de la situación.

El fundamento de la actuación de AFP Capital, por su parte, se funda en que *"Las actuaciones llevadas a cabo por el señor Presidente y Director de FASA con motivo del citado requerimiento, infringieron los estatutos de la sociedad y la Ley sobre Sociedades Anónimas, vulnerándose el régimen y normas estatutarias, legales y reglamentarias del Gobierno Corporativo de Farmacias Ahumada S.A. Adicionalmente, la acción judicial cuestionará las actuaciones del Presidente del Directorio de FASA en las Juntas Ordinaria y Extraordinaria de Accionistas celebradas con fecha 28 de abril de 2009, en las cuales, a juicio de la citada AFP, se vulneraron los derechos de los accionistas minoritarios"*.

La resolución de este caso marcará un precedente, tanto a nivel de libre competencia como de Gobiernos Corporativos. A nivel de Gobiernos Corporativos surgió una diferencia entre las distintas AFP, minoritarias en FASA, por cuanto algunas de ellas esperaban a la resolución de la SVS para decidir un curso de acción.

La actuación de AFP Capital imposibilitó un acuerdo a nivel de Directorio (antes de la presentación de la AFP, la solución más probable era una salida negociada de la administración), con lo que de ahora en adelante cabrá determinar cual ha sido el nivel de diligencia con que los accionistas controladores (Familia Codner) han desarrollado sus funciones y si se han visto o no afectados severamente los derechos de los accionistas minoritarios. Estimo que ambas acciones son un buen paso hacia el perfeccionamiento de los gobiernos Corporativos en Chile.