



UNIVERSIDAD DE CHILE

FACULTAD DE DERECHO

ESCUELA DE GRADUADOS
MAGÍSTER EN DERECHO

LA REGULACIÓN DE LOS CONFLICTOS DE INTERÉS DE LOS DIRECTORES COMO UNA MEDIDA DE PROTECCIÓN A LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA

**Tesis para optar al Grado de Magíster en Derecho
con Mención en Derecho Económico**

TESISTA: ROBERTO FELIPE DÍAZ BRAVO.

PROFESOR GUÍA: FRANCISCO PFEFFER URQUIAGA.

**Santiago, Chile
2009**

ÍNDICE

	Pág.
RESUMEN DE LA INVESTIGACIÓN	1
INTRODUCCIÓN	2
CAPÍTULO I	
CONCEPTO DE CONFLICTOS DE INTERES	5
1) Consideraciones previas	5
2) Definiciones conceptuales	7
3) Tipos de conflictos de intereses	10
4) Maneras de atenuar los conflictos de intereses	11
5) Los conflictos de interés en la Ley de Sociedades Anónimas	12
6) Conclusiones	17
CAPÍTULO II	
CONVENIENCIA DE REGULAR LOS CONFLICTOS DE INTERES DE LOS DIRECTORES DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS	20
1) La Escuela Contractualista	22
2) La Escuela Institucionalista	25
3) Gobiernos Corporativos	27
4) Reflexiones finales	31
CAPÍTULO III	
RESPONSABILIDAD DE LOS DIRECTORES POR LOS PERJUICIOS PROVOCADOS POR ACTOS DERIVADOS DE SUS FUNCIONES	33
1) Análisis de Legislación Comparada	34
a) Argentina	35
b) Uruguay	37

c) Brasil	38
d) Colombia	39
e) Venezuela	40
f) Perú	40
g) México	41
h) Estados Unidos de América	42
i) Canadá	43
j) España	44
k) Italia	44
l) Alemania	45
2) Análisis de la situación chilena	45
3) Conclusiones	55

CAPÍTULO IV

ACTUACIÓN CONJUNTA DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS FRENTE A LA ADMINISTRACIÓN DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA

58	
1) Situación de los pequeños accionistas	60
2) Inversionistas Institucionales	61
a) Administración de la AFP	63
b) Normas sobre conflictos de interés	67
c) Inversión de los Fondos de Pensiones	69
3) Consideraciones finales	76

CAPÍTULO V

ANÁLISIS DE CASOS

80	
1) El caso "Chispas"	80
a) Antecedentes	80
b) La operación del siglo	83
c) Sentencia judicial	86
d) Consideraciones finales	105
2) El caso "Terra"	105
a) Antecedentes	106

b) Fundamentos de la demanda	107
c) Resolución del conflicto	111
3) Otros casos	112
a) COPEC	112
b) Sociedad Química y Minera (SQM)	116
c) CODELCO	118
d) Otros casos con participación relevante de las AFP	119

CAPÍTULO VI

PROPUESTAS PARA MEJORAR LA PROTECCIÓN DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS

1) Aspectos que atentan contra la protección de los accionistas minoritarios...	120
2) Propuestas para mejorar la protección de los accionistas minoritarios.....	123

CONCLUSIONES

135

GLOSARIO

141

BIBLIOGRAFÍA GENERAL

144

**La regulación de los conflictos de interés de los directores
como una medida de protección a los accionistas minoritarios
en la sociedad anónima.**

RESUMEN DE LA INVESTIGACIÓN

Esta tesis tiene por objeto efectuar un análisis crítico del tratamiento o regulación de los conflictos de interés en nuestra legislación sobre sociedades anónimas (S.A.). A través del estudio teórico y doctrinario, así como mediante el análisis de casos, determinaremos si la actual regulación legal de estos conflictos de intereses de los directores de las S.A. otorga alguna protección a los accionistas minoritarios frente a sus actuaciones.

Esta tesis se organiza en seis capítulos. El primero, desarrolla el concepto de conflictos de interés, especialmente en lo referente a qué se entiende por tal en la Ley de S.A. El segundo capítulo nos introduce a examinar las diferentes posiciones doctrinarias en cuanto a la conveniencia de regular los conflictos de interés. En el tercero, desarrollaremos el tema de la responsabilidad que afecta a los directores por los perjuicios provocados por actos derivados de sus funciones. El cuarto capítulo explora acerca de los distintos tipos de accionistas minoritarios y la posición que pueden adoptar para oponerse a los administradores de la sociedad anónima. En el quinto, estudiaremos algunos casos jurisprudenciales y a través de su estudio analizaremos la aplicación de la actual regulación legal de los conflictos de intereses. Concluiremos con el capítulo sexto donde proponemos algunas ideas para contribuir a mejorar nuestra legislación de sociedades, especialmente apuntando a la protección de los accionistas minoritarios.

Finalmente, esta investigación termina con la formulación de las observaciones finales que se recogen en las conclusiones.

**La regulación de los conflictos de interés de los directores
como una medida de protección a los accionistas minoritarios
en la sociedad anónima.**

INTRODUCCIÓN

A través de esta tesis nos introduciremos al mundo de las sociedades anónimas, especialmente en lo que se refiere a la relación existente entre los accionistas o dueños de la compañía y los directores o administradores de ésta. Específicamente, estudiaremos los conflictos de intereses que pueden manifestarse en las decisiones que pueden tomar los directores en sus actos de administración.

Al respecto, podemos señalar que los accionistas invierten en una compañía con miras a obtener la máxima rentabilidad por el capital invertido, por lo tanto, la sociedad debe tender a generar el máximo de utilidades para sus dueños. A veces, este objetivo de los accionistas o la forma de conseguirlo, puede diferir o no ser el mismo que el de los directores y ejecutivos que administran la sociedad.

De esta manera, producto de decisiones de negocios o de intereses personales, pueden surgir conflictos entre los accionistas y los directores o entre los accionistas mayoritarios, que controlan y administran la compañía, representados por sus directores, y los accionistas minoritarios, quienes tienen poca y a veces ninguna representación en el directorio, por lo que no participan en las decisiones tomadas por la administración de la empresa.

Considerando este desequilibrio y con el objeto de resguardar un bien jurídico fundamental como es la transparencia, la ley ha sometido las negociaciones que puede llevar a cabo el directorio a diversas formalidades para prevenir las disputas con la sociedad y sus accionistas. Así, el legislador ha determinado que deben regularse aquellas conductas que hagan presumir que pueda existir una pérdida de objetividad, de

independencia o que no se busque privilegiar el interés de la compañía por sobre los intereses personales de uno o más directores.

Esta materia es de mucha relevancia para las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) que, en su calidad de accionistas minoritarios, representan los intereses de millones de trabajadores afiliados a ellas, a los cuales deben garantizarles inversiones seguras y rentables.

Atendida la importancia y permanente actualidad del tema investigado, hemos querido profundizar su estudio y analizar las normas legales que regulan los conflictos de interés. Para tal efecto nos hemos planteado como objetivo general, efectuar un análisis crítico de la actual legislación, para determinar si la regulación de los conflictos de interés de los directores en la ley de sociedades anónimas protege adecuadamente a los accionistas minoritarios frente a las actuaciones de la administración de la sociedad.

Lo anterior, nos lleva a abordar este tema a través de objetivos específicos que nos parecen relevantes para entender a cabalidad la problemática jurídica planteada, tales son: describir las conductas constitutivas de conflictos de interés; examinar las distintas posiciones doctrinarias que tratan esta materia; determinar la responsabilidad derivada del ejercicio de las funciones de los directores de las S.A.; analizar el rol de los accionistas minoritarios, estudiar algunos casos prácticos y proponer algunas medidas que ayuden a mejorar la protección de los accionistas minoritarios.

La hipótesis de esta tesis será la siguiente: “La insuficiente regulación legal de los conflictos de interés de los directores de las sociedades anónimas implica una desprotección de los intereses de los accionistas minoritarios.”

La metodología que utilizaremos para esta investigación será, principalmente, la observación, basada en la experiencia personal y la de distintos actores relacionados con la administración de sociedades anónimas. También efectuaremos una comparación de nuestra legislación con la de otros países que se encuentran más adelantados en la regulación de los conflictos de interés. Asimismo, los métodos histórico y exegético, nos permitirán explicar el sentido y alcance de las normas en estudio.

**La regulación de los conflictos de interés de los directores
como una medida de protección a los accionistas minoritarios
en la sociedad anónima.**

CAPÍTULO I

CONCEPTO DE CONFLICTOS DE INTERÉS

1) Consideraciones previas.

Las sociedades anónimas son personas jurídicas formadas por la reunión de un fondo común, suministrado por accionistas responsables sólo por sus respectivos aportes, administrada por un directorio integrado por miembros esencialmente revocables, y cuyo objeto será cualquier actividad lucrativa que no sea contraria a la ley, a la moral, al orden público o seguridad del Estado.¹

A partir de este concepto legal es posible señalar que, este fondo común tiene como objetivo fundamental generar utilidades o riqueza para sus dueños o accionistas, quienes invierten su capital en un negocio determinado con miras a obtener la máxima rentabilidad. Asimismo, se establece que la administración de la sociedad y, por ende, el deber de velar por el cumplimiento de los objetivos sociales, recae en un directorio, elegido por los mismos socios o accionistas, quienes por regla general tienen un voto por cada acción que poseen; luego, el accionista mayoritario tiene la facultad de nombrar a un mayor número de directores y, en definitiva, puede controlar la sociedad.

De esta definición de sociedades anónimas podría desprenderse que su deber legal hacia los accionistas es sólo generar riqueza, y más específicamente ganar dinero. Este punto de vista respecto del objeto de una empresa o sociedad -aunque persiga fines de lucro- no parece del todo correcto, pues una compañía tiene un objeto mucho más

¹ Arts. 1° y 9°, de la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas. Publicada en el Diario Oficial N° 31.096, de 22 de octubre de 1981.

amplio, cual es, la fabricación de un producto o prestar un servicio determinado, el que luego de su intercambio en el mercado generará un pago, reflejado en dinero.

Cuando quienes dirigen una compañía ponen el acento en el fin último -el dinero- generalmente se descuida el objeto social, lo que redundará en que se fabrican productos de mala calidad, no se respeta el medio ambiente en los procesos productivos y se efectúan fuertes manipulaciones financieras con miras a la obtención del fin perseguido.

Las estadísticas demuestran que muchas de las nuevas compañías que privilegiaron ganar dinero rápidamente por sobre la calidad del producto o servicio ofrecido, tuvieron que cerrar en un corto plazo.

Es evidente y por lo demás legítimo, que una compañía genere riqueza para sus dueños, pero debe hacerlo sin dañar a terceros ni a sus propios dueños; es decir, debe respetar los derechos del público² y de sus accionistas, especialmente de los minoritarios que no participan en su administración.

La naturaleza humana inevitablemente lleva a las personas a tener diferentes posiciones o puntos de vista frente a determinadas situaciones que impliquen la toma de decisiones. Lo anterior, inevitablemente ocurre al interior de las sociedades, donde concurren los intereses de los accionistas, del directorio, de personas relacionadas a los accionistas y a los directores, y de terceros que contratan con la sociedad. De esta manera, podemos encontrar tantas posiciones u opiniones según los intereses involucrados, los que, como hemos señalado, son principalmente de naturaleza económica; por lo tanto, todos buscan la mejor manera de obtener para sí (y/o para sus relacionados) el mayor lucro posible.

Este fenómeno de los conflictos de interés se presenta en todas las actividades humanas y en todos los ámbitos, tanto públicos como privados. Existe una permanente preocupación en niveles gubernamentales, donde el ejercicio del poder permite que los

² La tendencia internacional basada principalmente en los principios de la OECD, Organisation for Economic Cooperation and Development (<http://www.oecd.org/>), utiliza el concepto de "stakeholders" y apunta a que la responsabilidad de las empresas sobrepasa a sus accionistas, alcanzando también a todos quienes pueda afectar el negocio, tales como trabajadores, proveedores, clientes, competidores, reguladores y la comunidad en general. En el Capítulo II analizaremos con más detalle este punto.

conflictos de interés se manifiesten con mucha fuerza a través del tráfico de influencias. A nivel internacional existe preocupación al respecto y muchas entidades han regulado esta situación a fin de evitar que la contraposición de intereses afecte la transparencia del desarrollo de sus actividades. Especialmente se ha tratado este tema en la relación médico–paciente; en el ingreso, evaluación y concursos en las Universidades, entre otras y, por supuesto, en las organizaciones que persiguen fines de lucro.

2) Definiciones conceptuales.

Consideramos oportuno señalar que el Diccionario de la Real Academia Española define la palabra conflicto como “antagonismo, pugna, oposición. Combate y angustia del ánimo. Apuro, situación desgraciada y de difícil salida”.³ Asimismo, define interés como “Provecho, utilidad, ganancia. Inclinación más o menos vehemente del ánimo hacia un objeto, persona o narración que le atrae o conmueve. Conveniencia o necesidad de carácter colectivo en el orden moral o material. Intereses creados: Ventajas, no siempre legítimas, de que gozan varios individuos, y por efecto de las cuales se establece entre ellos alguna solidaridad circunstancial”.⁴

A partir de estas definiciones, podríamos señalar que los conflictos de interés se manifiestan en una pugna o lucha interna entre los intereses privados y las obligaciones públicas de una persona. Lo anterior aunque nos parece una definición conceptual bastante acertada, carece de profundidad en cuanto a otros factores que influyen en los conflictos de intereses, especialmente en aquellos que se presentan al interior de las entidades que persiguen fines de lucro como las sociedades anónimas.

Por esta razón, creemos conveniente revisar otras definiciones conceptuales a fin de dilucidar qué se esconde detrás de los conflictos de interés. Para tal efecto, revisaremos qué es lo que señalan a este respecto algunos diccionarios y enciclopedias especializadas del mundo anglosajón, donde esta materia se encuentra ampliamente difundida y donde existe plena conciencia de su importancia en todos los niveles de la

³ Diccionario de la Lengua Española, Vigésima Edición, Tomo I, Real Academia Española, 1984.

⁴ Diccionario de la Lengua Española, Vigésima Edición, Tomo II, Real Academia Española, 1984.

sociedad, especialmente en el ámbito de las corporaciones o sociedades con fines de lucro.

El Diccionario Heritage, señala que se produce un conflicto de interés en aquella situación en la cual alguien se encuentra en posición, debido a su cargo, de tomar una decisión que puede beneficiarlo de manera personal. Por ejemplo, existe conflicto de interés si un juez debe fallar un caso que involucra a una corporación en la cual él posee acciones o derechos.⁵

El Diccionario Legal Merriam-Webster's, señala que se presenta un conflicto entre los intereses privados y los intereses oficiales o profesionales derivados de las responsabilidades de una persona en una posición de confianza. También existe un conflicto entre deberes competentes, tales como en la representación que ejerce un abogado de clientes con intereses adversos.⁶

Una definición muy simple pero muy acertiva, señala que existe conflicto de interés en una situación en la cual las decisiones de un funcionario son influenciadas por sus intereses personales.⁷

La Enciclopedia Wikipedia indica que, un conflicto de interés es una situación en la cual alguien en una posición de confianza, tal como un abogado, un político, un ejecutivo o un director de una sociedad o corporación, tienen una pugna entre sus intereses profesionales y/o personales. Tales intereses contrapuestos pueden incidir en el cumplimiento de sus deberes. Incluso si no hay evidencia de acciones incorrectas, un conflicto de interés puede crear un aspecto de impropiedad que puede afectar la confianza en cuanto a la capacidad de esa persona para actuar correctamente.⁸

En el ámbito legal, el deber de la lealtad debida a un cliente supone que un abogado se abstenga de representar o asesorar a personas con intereses opuestos a los

⁵ Diccionario Americano de Heritage® de la Lengua Inglesa, cuarto © 2004, 2000 Copyright de la edición publicada por Houghton Mifflin Company.

⁶ Merriam-Webster's Dictionary of Law 1996. Publicado por Merriam-Webster's, Incorporated.

⁷ WordNet 1.7.1 Copyright © 2001 by Princeton University.

⁸ http://en.wikipedia.org/wiki/Conflict_of_interest

del cliente. Un ejemplo muy común sería que una misma firma de abogados no puede representar a ambas partes en un caso.

Más generalmente, el conflicto de interés se puede definir como cualquier situación en la cual un individuo se encuentre en posición de explotar una capacidad profesional o un cargo oficial de una cierta manera, para obtener ventajas personales.

La existencia de un conflicto de interés no evidencia en sí mismo o no significa que quien tenga dicho conflicto, necesariamente vaya a actuar mal, es decir, en beneficio de sus propios intereses. De hecho, existen muchos casos de profesionales o funciones específicas en que es imposible que no se presenten conflictos de intereses de vez en cuando. Sin embargo, un conflicto de interés puede convertirse en un asunto legal si un individuo intenta y/o tiene éxito en influenciar el resultado de una decisión, para una ventaja personal.

A menudo se producen confusiones sobre estas dos situaciones. Así, alguien acusado de actuar con conflictos de interés puede negar su existencia, porque no ha actuado incorrectamente. No obstante, los conflictos de intereses existen, incluso si no hay actos incorrectos como resultado de ellos. La legislación anglosajona utiliza el término "conflicto de papeles o funciones". Esto se presenta cuando una persona tiene dos funciones contrapuestas, por ejemplo, si un individuo posee acciones de una compañía y, a la vez, cumple funciones fiscalizadoras en el gobierno. Esta persona podría verse expuesta a situaciones donde entren en conflicto esos dos papeles. El conflicto se puede atenuar, pero todavía existe. En sí mismo, tener dos papeles no es ilegal, pero las funciones opuestas proporcionarán ciertamente un incentivo para actos incorrectos en algunas circunstancias.

3) Tipos de conflictos de intereses.

Como hemos señalado, la forma en que se manifiestan los conflictos de intereses puede ser tan variada según sean los afanes o motivaciones, objetivas o subjetivas, que mueven a un individuo en sus actuaciones.

Podemos señalar que las formas más comunes donde se presentan conflictos de intereses son las siguientes:

- a) El choque de intereses públicos y privados.
- b) Cuando los intereses de un trabajo contradicen otro.
- c) Intereses familiares, se privilegiará a los parientes en el acceso a empleos, designación de proveedores o prestación de servicios.
- d) Dávivas o regalos de individuos que hacen negocios con la persona que recibe los regalos.

La aceptación de sobornos puede calificarse como corrupción, sobretodo respecto de personas en cargos de autoridad, especialmente en el caso de autoridades públicas. Asimismo, el uso de las funciones públicas o del cargo en una empresa o de sus activos para el uso personal constituye un fraude, y obviamente nos encontramos frente a un conflicto de interés.

4) Maneras de atenuar los conflictos de intereses.

La mejor manera de manejar los conflictos de interés es evitarlos por completo. Por ejemplo, si alguien resulta electo para un cargo político puede enajenar todas las acciones o derechos que posea antes de asumir sus funciones y renunciar a todos sus cargos corporativos. Otra alternativa, sería que esta persona traspasara sus acciones y el manejo de sus negocios a una persona, con facultades para administrar sin consentimiento del dueño (figura del fideicomiso ciego). Con esta figura el político no sabría en qué y cómo se invierten sus recursos; por lo tanto, no se vería inducido a ejercer su cargo en beneficio propio.

La eliminación por completo de los conflictos de interés es bastante difícil, razón por la cual, al menos deben buscarse alternativas que permitan mitigarlos. Dentro de éstas encontramos las siguientes:

- a) Necesidad de que personas en cargos políticos o de gobierno, den a conocer a la opinión pública su situación patrimonial.

b) Obligación de que aquellas personas que manifiesten algún conflicto de interés en una operación determinada, lo den a conocer y se inhabiliten de participar en la toma de decisiones donde puedan influir estos intereses, en lo posible ni siquiera deberían participar de la discusión del tema.

A propósito de lo anterior, en nuestro ordenamiento jurídico, en materia judicial, se contemplan causales de recusación e inhabilitación de jueces cuando se presentan conflictos de interés o situaciones que puedan influir en la imparcialidad de los magistrados.

c) La intervención o evaluación de terceras personas, permite que se transparente un negocio o actividad. Así la participación de auditores externos o evaluadores independientes permite que se emitan informes objetivos respecto de la situación patrimonial de una persona o empresa, situación que se desvirtuaría si los propios interesados en la operación lo hicieran, toda vez que buscarían que los informes reflejaran una situación favorable a sus intereses. La tendencia mundial apunta a fortalecer cada vez más la función de los auditores externos de las empresas.

d) Códigos de Ética.

Generalmente, los códigos de ética prohíben la existencia de conflictos de interés. Sin embargo, a menudo estos códigos suelen ser polémicos, así se cuestiona si un siquiatra puede tener relaciones sexuales con sus pacientes o un profesor con un estudiante.

Los códigos de ética ayudan a reducir los conflictos de interés, porque permiten delimitar hasta qué grado tales conflictos son permitidos o deben ser evitados. De esta manera, quienes están sujetos a estos códigos no pueden alegar su desconocimiento frente a un comportamiento incorrecto o que pueda faltar a la ética.

Los códigos de ética implican una autorregulación voluntaria de parte de los propios sujetos potencialmente afectados a conflictos de interés, por ejemplo a través de pactos para definir códigos de buena conducta o de buenas prácticas. A falta de esta

autorregulación, la ley puede regular estos conflictos de intereses estableciendo reglas claras de comportamiento (Por Ej. deber de los directores de informar al directorio y a la junta de accionistas).

5) Los conflictos de interés en la Ley de Sociedades Anónimas.

En Chile, la Ley de Sociedades Anónimas (18.046) que regula esta materia, no nos entrega una definición respecto de qué se entiende por conflictos de interés, sino que efectúa una descripción de causales expositivas, sin reglamentar dogmáticamente la materia.⁹ Por esta razón, a partir del análisis de la norma jurídica determinaremos qué se entiende por conflictos de interés e intentaremos una definición del concepto.

Cabe destacar que existía en el decreto ley N° 3.500 de 1980, que establece el Nuevo Sistema de Pensiones, incluso antes de las modificaciones introducidas por la Ley de OPAS (19.705), un antecedente respecto a la regulación de los conflictos de intereses, sin embargo estas regulaciones sólo eran aplicables para los directores, controladores, gerentes, administradores y, en general a personas que por su cargo y posición dentro de una Administradora de Fondos de Pensiones, tuvieren acceso a información de las inversiones de los recursos de un Fondo de Pensiones, y no se aplicaban a las demás sociedades anónimas. Además, tampoco se definía conceptualmente qué se entiende por conflictos de interés.¹⁰

A nuestro legislador le preocupa fundamentalmente cuando se produce una contraposición de intereses entre la sociedad y los directores que la administran y ha regulado expresamente esta situación en el artículo 44 de la Ley de S.A., estableciendo en su inciso primero que “Una sociedad anónima sólo podrá celebrar actos o contratos en

⁹ LYON PUELMA, ALBERTO, (2002), “Conflicto de Intereses en las Sociedades”, Santiago de Chile, Revista Chilena de Derecho. Vol. 29 N° 1, p. 50, Sección Estudios, Pontificia Universidad Católica de Chile.

¹⁰ Título XIV “De la Regulación de los Conflictos de Intereses”, Arts. 147 y siguientes del D.L. N° 3.500 de 1980. Modificación introducida por la Ley N° 19.301, que modificó diversos cuerpos legales relativos a mercado de valores, administración de fondos mutuos, fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros y otras materias que señala. Publicada en el Diario Oficial N° 34.819, de 19 de marzo de 1994.

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. Los acuerdos que al respecto adopte el directorio serán dados a conocer en la próxima junta de accionistas por el que la presida, debiendo hacerse mención de esta materia en su citación.”¹¹

La Ley de Mercado de Valores y la Ley de Sociedades Anónimas vinculan el concepto de “personas relacionadas” a una sociedad como potenciales sujetos afectados por un conflicto de interés, en las operaciones que se efectúen entre ellas.

El artículo 100 de la Ley de Mercado de Valores, considera “personas relacionadas” con una sociedad a:¹²

- a) Las entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial.
- b) Las sociedades matrices, filiales, coligantes y coligadas.
- c) Las personas naturales vinculadas a la administración: directores, gerentes, administradores, liquidadores de la sociedad y sus cónyuges o sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad.
- d) Las personas con poder para designar al menos un miembro de la administración o controlen el 10% o más del capital con derecho a voto de una sociedad.

Principios similares a los del Art. 44 se establecen en el Art. 89 de la ley de sociedades anónimas, para regular las operaciones entre sociedades coligadas, entre la matriz y sus filiales, las de estas últimas entre sí, o con las coligadas, y las que efectúe una sociedad anónima abierta, ya sea directamente o a través de otras entidades pertenecientes a su grupo empresarial, con sus personas relacionadas, las que deberán observar condiciones de equidad, similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado. Los administradores de una y otras serán responsables de las pérdidas o

¹¹ La Ley N° 19.705, que regula las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS) y establece régimen de gobiernos corporativos. Publicada en el Diario Oficial de 20 de diciembre de 2000, introdujo varias modificaciones a la Ley 18.046, dentro de estas se modificó el Art. 44 estableciendo mayores regulaciones de los conflictos de interés.

¹² Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores. Publicada en el Diario Oficial N° 31.096, de 22 de octubre de 1981.

perjuicios que pudieren causar a la sociedad que administren por operaciones hechas con infracción a este artículo. Además, establece que este principio general se aplicará, aun cuando la matriz o la coligante, en su caso, no fuere una sociedad anónima.

Como hemos señalado, la ley no definió qué se entiende por conflictos de interés, sin embargo, estableció presunciones que no admiten prueba en contrario, es decir, presunciones de derecho respecto que existe interés de un director en toda negociación, acto, contrato u operación en la que deba intervenir él mismo, su cónyuge o sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, o las sociedades o empresas en las cuales sea director o dueño directo o a través de otras personas naturales o jurídicas de un 10% o más de su capital o las sociedades o empresas en las cuales alguna de las personas antes mencionadas, sea director o dueño directo o indirecto del 10% o más de su capital; y las personas por quien el director actúe como representante.¹³

No obstante que se presuma la existencia de conflictos de intereses en las operaciones en que tengan interés los directores o en que haya vinculaciones con sociedades filiales o coligadas, estos actos y contratos no están prohibidos ni son nulos, toda vez que aún en estos casos puede ocurrir que estas negociaciones sean provechosas para la sociedad.¹⁴

La ley ha establecido que en estos casos las negociaciones deben someterse a diversas formalidades con miras a resguardar la transparencia, que es el bien jurídico protegido. De esta manera, el directorio debe tener previo y cabal conocimiento de todos

¹³ Art. 44, inciso segundo, Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas.

¹⁴ El inciso final del citado Art. 44, dispone que “ La infracción a este artículo no afectará la validez de la operación, pero además de las sanciones administrativas en su caso y penales que correspondan, otorgará a la sociedad, a los accionistas o a los terceros interesados, el derecho de exigir indemnización por los perjuicios ocasionados y pedir el reembolso a la sociedad por el director interesado, de una suma equivalente a los beneficios que a él, a sus parientes o a sus representados les hubieren reportado dichas negociaciones. 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 la junta extraordinaria de accionistas.” En el Capítulo III.- de esta tesis analizaremos la responsabilidad de los directores por los perjuicios que causen en el ejercicio de sus funciones.

los antecedentes de la operación y para su aprobación debe determinar si ésta se ajusta a las condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado.¹⁵

El legislador pretende que estos actos o contratos se materialicen en condiciones de mercado, esto es, que el o los directores que tuvieren interés en la negociación no obtengan ventajas o logren para sí precios superiores a los que establece el mercado en casos similares. A mayor abundamiento, se estableció que si la operación involucra montos relevantes y no es posible determinar si se ajusta a las condiciones del mercado, su aprobación requiere un informe de dos evaluadores independientes.¹⁶

El directorio sólo podrá pronunciarse sobre la aprobación o rechazo del acto o contrato, con la abstención del director con interés.

Otra formalidad establecida por la ley para la aprobación de operaciones con partes relacionadas, dice relación con la publicidad que debe darse a las actuaciones de los directores involucrados. Así, en las actas de la sesión de directorio donde se trató el tema debe registrarse, en detalle, las deliberaciones que se realizaron para aprobar los términos y condiciones del respectivo acto o contrato. Por su parte, los accionistas se imponen y pronuncian sobre estas operaciones a través de las juntas de accionistas. En la citación que se envíe por correo a los accionistas, deberá indicarse expresamente el nombre de los directores y la forma en que cada uno de ellos votó en la sesión respectiva.

La reforma introducida por la Ley de OPAS estableció que los accionistas que representen un 5% de las acciones emitidas con derecho a voto, pueden pedir que se cite a una junta extraordinaria de accionistas, para que ésta resuelva con la aprobación de las dos terceras partes de las acciones emitidas con derecho a voto, si el acto o contrato es conveniente a los intereses de la sociedad. Si el interesado en la operación es el

¹⁵ Al respecto, el Art. 44, inciso cuarto, de la Ley 18.046, dispone que “Siempre que el acto o contrato involucre montos relevantes, el directorio deberá pronunciarse previamente si éste se ajusta a condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado. En caso que se considere que no es posible determinar dichas condiciones, el directorio, con la abstención del director con interés, podrá aprobar o rechazar la operación o, en su caso, designar para estos efectos a dos evaluadores independientes.”

¹⁶ Art. 44 de la ley de sociedades anónimas, señala que se considera monto relevante todo acto o contrato que supere el 1% del patrimonio social, siempre que dicho acto o contrato exceda el equivalente a 2.000 unidades de fomento y, en todo caso, cuando sea superior a 20.000 unidades de fomento.

controlador de la sociedad o una persona relacionada, deben ponerse oportunamente a disposición del directorio todos los antecedentes, informes, documentos y comunicaciones, referidos a la negociación de que se trate, remitidos a entidades supervisoras o reguladoras extranjeras competentes o a bolsas de valores extranjeras. Estos mismos antecedentes deben ser puestos a disposición de los accionistas por parte del directorio.

De lo anteriormente expuesto, se desprenden algunos aspectos específicos que el legislador quiso regular, especialmente en cuanto a que deba existir el máximo de cuidado y diligencia en el trato de aquellas operaciones en que puedan presentarse conflictos de intereses. Como hemos señalado, el cumplimiento de estas exigencias apunta a lograr el máximo de transparencia en estos actos y contratos y, además, proteger a los accionistas, especialmente a los minoritarios.

A través de esta investigación intentaremos dilucidar si las regulaciones antes descritas, se ajustan a la realidad contingente y a las prácticas habituales que manifiestan los actores de nuestro mercado de capitales; es decir, analizaremos si se cumple o no el objetivo perseguido por el legislador de transparentar al máximo las operaciones en que se presenten conflictos de intereses y si esto es suficiente para proteger adecuadamente los intereses de los accionistas minoritarios.

6) Conclusiones.

Efectuado el análisis del artículo 44 de la ley de sociedades anónimas, podemos apreciar que, no se define conceptualmente qué es lo que debe entenderse por conflictos de intereses; sin embargo, podemos ver cómo nuestro legislador ha incorporado en esta materia muchos de los conceptos e ideas expuestas en las definiciones señaladas anteriormente en este mismo capítulo (véase Capítulo I.-, Nos. 2, 3 y 4). Lo anterior obedece a que se trata de principios generales aplicables a todo tipo de situaciones en que se presenten conflictos de interés, y en distintos ámbitos, no sólo respecto de sociedades o entidades con fines de lucro.

Por otra parte, también podemos señalar que el hecho de no definir conceptualmente qué se entiende por conflictos de interés, obedece a una técnica legislativa, la que permite no limitar o enmarcar las conductas descritas en una definición que, a veces, puede resultar insuficiente.

Si bien el argumento antes señalado es válido y obedece a una lógica racional; no es menos cierto que, no obstante la descripción de situaciones de hecho en que la ley presume la existencia de conflictos de interés de los directores de la sociedad anónima, esto no siempre logra abarcar todas las innumerables posibilidades en que pueden presentarse conflictos de intereses, los que muchas veces pueden ser tan subjetivos u ocultos que hacen difícil su identificación.

Desde este punto de vista una buena definición legal que identifique de manera general y amplia el concepto de conflictos de interés, permitiría abarcar un mayor número de situaciones y que los afectados, por una actuación de los directores de la sociedad anónima, persiguieran las responsabilidades correspondientes, acreditando que esta conducta se enmarca dentro del concepto de conflicto de interés.

A partir de los antecedentes expuestos y de las definiciones conceptuales que hemos presentado en este capítulo, proponemos la siguiente definición de conflictos de interés, para los directores de sociedades anónimas: “La pugna o lucha interna que contrapone los intereses particulares de un director con las obligaciones derivadas de su posición, y que influyen para inclinar su ánimo o sus decisiones hacia una persona, natural o jurídica, distinta de la sociedad que administra.”

Finalmente, cabe destacar que, en general, la existencia de conflictos al interior de una sociedad, más aún cuando éstos se presentan entre los accionistas y el directorio derivados de la actuación de los administradores motivada por la existencia de conflictos de interés, implica una pérdida de valor para la compañía, toda vez que el mercado castiga el precio de las acciones de una sociedad que permanentemente se ve enfrentada a pugnas internas que le impiden desarrollarse convenientemente.

**La regulación de los conflictos de interés de los directores
como una medida de protección a los accionistas minoritarios
en la sociedad anónima.**

CAPÍTULO II

**CONVENIENCIA DE REGULAR LOS CONFLICTOS DE INTERÉS
DE LOS DIRECTORES DE SOCIEDADES ANÓNIMAS**

Este segundo capítulo obedece a la pregunta de si es o no conveniente regular los conflictos de intereses de los directores de las sociedades anónimas. Para responderla examinaremos las diferentes opiniones doctrinarias que se pronuncian al respecto y analizaremos las conclusiones a que llegan diferentes autores y escuelas.

Previamente, y para permitir una mejor comprensión de estas corrientes doctrinarias, conviene detenernos brevemente en la estructura de funcionamiento de las sociedades anónimas, las que se organizan a partir de tres órganos: a) el Directorio o Consejo de Administración, que es el órgano de gestión o de administración; b) la Junta de Accionistas, que es el órgano deliberante, que en teoría representa la voluntad soberana de todos los miembros de la sociedad; y c) los Auditores Externos o Inspectores de Cuentas, que representan el órgano de control, encargado de supervisar la administración de la sociedad. Podemos agregar a estos órganos básicos, a los Ejecutivos Principales o Directivos, quienes se encargan de ejecutar los acuerdos tomados por el Directorio de la compañía.

En los últimos cincuenta años, el principal órgano de las sociedades anónimas -la Junta de Accionistas- ha ido perdiendo protagonismo en la toma de decisiones, cediendo su espacio al directorio y a los ejecutivos principales, los que con frecuencia ejercen un poder absoluto en desmedro de los demás órganos societarios.

El principio democrático reflejado en “una acción un voto”, se ha visto seriamente dañado con las actuales estructuras del capital accionario de las sociedades, donde se presentan distintas realidades a nivel global. Por ejemplo, en Estados Unidos, la primera economía mundial, las sociedades tienen un capital muy atomizado, existen compañías con muchos accionistas que a veces persiguen fines especulativos sin una intención real de participar en los negocios sociales¹⁷; por otra parte, en países como Chile, las sociedades presentan una situación contraria, en que existe un accionista controlador que maneja las decisiones de la compañía, situación que no permite a los accionistas minoritarios participar en la toma de decisiones. En ambos casos, ya sean sociedades con muchos accionistas sin interés en participar en la administración o en que exista un controlador que busca sus propios intereses en desmedro de los minoritarios, se produce un fenómeno de falta de interés de los socios por participar en las juntas, lo que redundaría en que la Junta de Accionistas ha perdido su capacidad de resolver la contingencia de los negocios sociales y supervisar a los ejecutivos principales.

El vacío de poder dejado por la Junta de Accionistas ha sido cubierto por el directorio y los ejecutivos principales, quienes muchas veces motivados por intereses personales o del accionista controlador que los eligió, muchas veces han sido incapaces de cumplir las funciones y deberes que les encomienda la ley.

Por otra parte, los auditores externos tampoco han sido eficaces en su función de control de la administración de las sociedades. Son de público conocimiento los escándalos financieros de los últimos años, sobretudo en Estados Unidos, en que los auditores externos ocultando o modificando información en los estados financieros de importantes compañías, han contribuido al enriquecimiento ilícito de algunos de sus directivos en perjuicio de numerosos accionistas minoritarios.

Otro aspecto criticado, es la falta de independencia de los auditores externos, que muchas veces son designados por los propios directivos principales cuyas funciones deben fiscalizar.¹⁸

¹⁷ En Estados Unidos se habla de “Wall Street Rule” o apatía racional, donde los pequeños montos de inversión desincentivan el monitoreo y control de los directivos por parte de los accionistas.

¹⁸ Entre otros, el caso ENRON.

Este escenario nos demuestra un desequilibrio de poderes al interior de las sociedades anónimas, donde se presenta una clara separación entre la propiedad y la administración que da origen a un conflicto de intereses entre los accionistas y los directivos, toda vez que el riesgo de las decisiones adoptadas por éstos últimos deben ser soportadas por los primeros, existiendo siempre la posibilidad de que se privilegien los intereses personales por sobre los sociales, y como hemos visto siempre parecen insuficientes los controles sobre los administradores.

En este contexto analizaremos las ideas centrales de las principales corrientes doctrinarias que se pronuncian respecto a esta problemática jurídica, dentro de las que destacan el contractualismo y el institucionalismo.

1) La Escuela Contractualista.

La Escuela Contractualista entiende a la sociedad anónima como un “nexo de contratos”, ficción legal que engloba un conjunto de relaciones de carácter voluntario entre los distintos actores que participan en ella, tales como accionistas, administradores, trabajadores, proveedores, clientes, ..., limitándose el rol del Estado como garante del cumplimiento de estos contratos y relaciones. Postula que las mismas partes deben avanzar contractualmente en la búsqueda de maximizar su utilidad personal, para tal efecto deben dotar de una adecuada estructura normativa a la sociedad, considerando que ésta, más que una creación del derecho, es un mecanismo como cualquier contrato, reconocido por el derecho societario para organizar la actividad empresarial. El derecho cumple una función supletoria y complementaria de la autonomía contractual de las partes, en la que no caben normas imperativas que la desplacen.

Esta Escuela tiene su origen en la corriente del Análisis Económico del Derecho, surgida en el seno de la Universidad de Chicago en Estados Unidos. Dentro de sus precursores se encuentra Ronald H. Coase, quien en 1937 publicó su artículo “La Naturaleza de la Firma”. El profesor Coase sostiene que las empresas surgen por una razón económica, para realizar actividades productivas que resultan mucho más eficientes en términos de costos, si el empresario organiza por si mismo todos los factores

productivos de un bien en vez de tener que acudir al mercado para obtener los insumos necesarios de distintos proveedores. Como consecuencia de los grandes capitales requeridos, surgen las sociedades que permiten agrupar a diversos inversionistas que persiguen un objetivo común.¹⁹

Posteriormente, las ideas del profesor Coase fueron desarrolladas por otros autores, tales como Michael Jensen y William Meckling quienes establecieron las bases del gobierno corporativo a través de la Teoría de Agencia²⁰ referida a la relación entre los administradores y los accionistas de la sociedad, en que los primeros actúan como agentes de los segundos, gestionando sus intereses y sometidos a una serie de deberes derivados de su elección.

El estudio de los profesores Jensen y Meckling postula que lo fundamental de una compañía es la capacidad del empresario de reunir todos los factores que intervienen en la producción de un bien; así, a través de relaciones contractuales se unen accionistas, administradores y acreedores y, se definen los beneficios que a cada uno corresponden. En consecuencia, interesa a todas las partes que estas relaciones contractuales se perfeccionen al interior de la empresa, lo que redundaría en su propio beneficio. No obstante lo anterior, la negociación entre los partícipes presenta importantes costos de transacción, los que pueden reducirse de manera importante si el legislador ofrece a las partes un modelo estándar de relaciones intrasocietarias que aminore los costos que supondría una negociación individual en cada caso y, además, permitiendo que estas reglas sean modificadas libremente por las partes cuando no se adecuen a sus requerimientos.

Para la Escuela Contractualista, como consecuencia del rol netamente supletorio y facilitador de la voluntad de las partes que debe cumplir el derecho de sociedades, no deberían dictarse bajo ningún supuesto normas de carácter imperativo tendientes a

¹⁹ El llamado Teorema de Coase establece que si no existieran costos de transacción, la asignación de recursos sería siempre la más eficaz cualquiera que fuese la distribución de los derechos de propiedad.

²⁰ La Teoría de Agencia analiza la forma de los contratos formales e informales mediante los que una persona denominada "principal" encarga a otra persona llamada "agente", la defensa de sus intereses delegando en ella facultades de decisión.

regular los conflictos de interés entre los accionistas y los administradores, situación que debe entregarse a la autonomía de las partes.

Por otra parte, en situaciones de abuso en el ejercicio de sus funciones por parte de los administradores de una compañía, existen mecanismos represivos y disciplinarios externos a la sociedad que poseen una mayor eficacia que las sanciones establecidas en la ley, tales como el castigo del valor de las acciones de una empresa en el mercado y la posibilidad de que surjan interesados en tomar el control de la compañía, la reputación en el mercado de los ejecutivos y sus remuneraciones, el seguimiento por parte de los acreedores, el riesgo de quiebra y las normas culturales de comportamiento. De esta forma, la mejor manera que tienen los ejecutivos o administradores de conservar sus puestos es ejecutar una administración eficiente, toda vez que cualquier negligencia o abuso redundaría en el valor bursátil de la compañía, permitiendo el ingreso de nuevos controladores, quienes removerán de sus cargos a los administradores ineficientes o corruptos. En definitiva, la existencia de un mercado activo de control societario provee un mecanismo gratuito para vigilar las actividades de los directivos, disminuyendo con ello los costos de agencia.

El Derecho debe apuntar a facilitar un mercado muy dinámico en cuanto a permitir las luchas por el control de las compañías, preocupándose de proteger adecuadamente a los accionistas y motivar un uso eficiente de los recursos por parte de los administradores.

La Escuela Contractualista tuvo plena aceptación en la mayoría de los autores hasta principios de los años noventa, cuando a consecuencia de numerosos acontecimientos de relevancia mundial, sus postulados fueron cuestionados y han ido perdiendo su fuerza.²¹

2) La Escuela Institucionalista.

Como una reacción a los postulados de la Escuela Contractualista surgió en Estados Unidos, bajo el alero de la Universidad de Harvard, la Escuela Institucionalista.

²¹ Estos hechos fueron principalmente la disminución de las tomas de control hostiles en Estados Unidos, la crisis asiática y los escándalos financieros en empresas como Enron, Worldcom y Parmalat, entre otros.

Esta corriente postula la sociedad anónima como una institución social con una identidad más amplia que los individuos que la componen, donde confluyen junto a las relaciones contractuales, interacciones sociales frente a las cuales el Derecho no puede permanecer indiferente o neutral. Así, se requiere la intervención del legislador a través de normas imperativas que tiendan al fortalecimiento de la estructura interna de las sociedades, revitalizando los órganos sociales, atendida la ineficacia de los mecanismos extrasocietarios para disciplinar a los directivos de las grandes compañías.

No obstante que la Escuela Contractualista y la Institucionalista coinciden en que el principal objetivo de la sociedad anónima es la maximización de su valor para el accionista, los administradores y directivos, los institucionalistas sostienen que las sociedades deben considerar también otros intereses. De esta manera, cuando una compañía desarrolla sus negocios, debe hacerlo de manera responsable, considerando aspectos éticos y en la medida de lo posible destinar parte de sus recursos a fines sociales, humanitarios o de interés público.

Para la Escuela Institucionalista, el Derecho no puede quedar limitado a una función meramente supletoria, por el contrario, debe desempeñar un rol activo en la protección de los intereses afectados, y en especial de las partes más débiles dentro de una compañía, que muchas veces pueden ser los propios accionistas, los trabajadores, acreedores, clientes y el mismo Estado.

Los institucionalistas cuestionan severamente los postulados del contractualismo y, en contraposición, concluyen lo siguiente:

- a) Los mercados bursátiles no valoran correctamente a las compañías que se preocupan de incorporar en sus estatutos normas de buen gobierno corporativo. Esto se acentúa en mercados ineficientes en donde la información entregada por sus actores no se incorpora rápidamente a los precios. De esta manera, la incertidumbre acerca de una adecuada valoración se terminaría con una estandarización legal de las estructuras de gobierno de las sociedades que cotizan en bolsa.
- b) Si no existen normas legales imperativas que controlen y sancionen a los administradores, se incentivan comportamientos desleales y oportunistas, especialmente en países con sistemas legales poco regulados y donde los incumplimientos legales son

habituales. Por lo tanto, se requieren métodos intrasocietarios para controlar a los administradores de las sociedades y revitalizar la composición y funciones de los órganos sociales. Para tal efecto, se deben dictar normas legales que regulen una nueva estructura en las sociedades, marginando la autonomía de la voluntad de las partes.

c) No es aceptable la tesis contractualista que postula como única finalidad del derecho societario la maximización de las ganancias de las partes del contrato social, toda vez que en las sociedades confluyen una gran cantidad de otros actores cuyos intereses deben ser tomados en consideración por el legislador, tales como los trabajadores, acreedores, clientes, el medio ambiente, el Estado, etc.

d) Finalmente, la Escuela Institucionalista considera que el análisis económico del derecho, como método científico utilizado por el contractualismo, es contrario al Estado Social consagrado en los países occidentales, en los cuales la eficiencia económica no es un bien jurídico reconocible, a diferencia por ejemplo de la justicia.

Los economistas Shleifer, Vishny, La Porta y López de Silanes han efectuado estudios empíricos que destacan la importancia de las leyes societarias para proteger los derechos de los accionistas, lo que redundaría en un impulso al nacimiento y crecimiento de mercados de capitales vigorosos y profundos. En definitiva, estos economistas concluyen que cuando los inversionistas perciben que sus derechos no están protegidos adecuadamente, debido a la ineficacia del sistema legal para prevenir y sancionar las posibles extracciones de riqueza de los directivos, inevitablemente abandonan esos mercados.

3) Los Gobiernos Corporativos.

A partir del desarrollo de las Escuelas Contractualista e Institucionalista ha surgido el concepto de Gobiernos Corporativos. Una primera definición de este concepto (Corporate Governance) la entrega el informe Cadbury, estudio realizado en el Reino

Unido sobre aspectos financieros de los gobiernos corporativos, que define gobierno corporativo como “el sistema mediante el cual se dirigen y controlan las sociedades”.²²

Esta simple y sencilla definición que describe el objetivo de este movimiento, utiliza un enfoque diferente a las demás escuelas y sostiene que “ya que no se buscan soluciones para proteger al accionista individual como tal, lo que se persigue es la tutela del sistema, ya no se trata de un problema de defensa de los débiles, sino de un problema de eficiencia de la empresa y de los mercados. (...) Se trata de dotar a la sociedad anónima de una mayor eficiencia en la gestión y en el control de esa gestión con el objetivo de generar confianza en los inversores en el mercado de títulos accionarios, que evite, dada la globalización de la economía, con incidencia fundamental en estos mercados, la huida hacia otros que inspiren mayor confianza y/o atraigan recursos de inversores extranjeros”.²³

Por otra parte, el profesor Francisco Pfeffer Urquiaga define a los gobiernos corporativos como “Aquel conjunto de mecanismos que aseguran a los proveedores de recursos financieros un justo retorno de su inversión. 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 esta, y que definen las obligaciones y responsabilidades de éstos con los inversionistas externos (accionistas no controladores y acreedores)”.²⁴

Las empresas bien administradas tienen mayores probabilidades de crecimiento toda vez que, al mejorar sus prácticas con un buen gobierno corporativo, serán más atractivas para los inversionistas quienes se interesaran en financiar nuevos proyectos, si se garantiza que sus derechos serán protegidos adecuadamente.

²² London Exchange Stock, Report of the committee on the financial aspects of corporate governance, Burgess Science Press, Londres, 1992, p. 14.

²³ Esteban, Gaudencio, El gobierno de sociedades cotizadas, Marcial Pons, Madrid, 1999, p. 378.

²⁴ Pfeffer, F., “Nuevas normas sobre gobierno corporativo y mayores responsabilidades para los directores de sociedades anónimas”, Revista Chilena de Derecho, Vol. 27, N° 3, 2000, p. 486.

Para una parte de la doctrina, la organización de las sociedades abiertas que cotizan en bolsa debe limitarse únicamente a solucionar los conflictos intrasocietarios entre los dueños y los administradores; para otros, el concepto gobiernos corporativos es más amplio y debe considerar no sólo a los anteriores, sino que también a otros actores que se relacionan con la sociedad, especialmente a los trabajadores, proveedores, clientes, el Estado y la sociedad en su conjunto.

A partir de los postulados del movimiento del Corporate Governance, los autores de las escuelas Contractualista e Institucionalista coinciden en la necesidad de resguardar un valor fundamental en el derecho societario como es la confianza de los inversionistas en los mercados de valores. Para tal efecto, deben establecerse los mecanismos al interior de las compañías que permitan un adecuado equilibrio de poderes entre todos los actores que confluyen en ellas, mitigando los conflictos de intereses. En lo que no existe consenso es en la forma en que esto debe materializarse y han surgido las propuestas que señalamos a continuación:

a) La Escuela Contractualista y su propuesta de “solución financiera”.

Los contractualistas, fieles al respeto de la autonomía de las partes, defienden la autorregulación y consideran que la incorporación del concepto de gobiernos corporativos a las sociedades debe efectuarse a través de los llamados códigos de buena conducta, que corresponden a un conjunto de normas, elaboradas por las propias entidades privadas, que ordenadas en forma sistemática entregan recomendaciones sobre un correcto gobierno y que se incorporan a los estatutos o reglamentos internos de las empresas.

Atendido que estos códigos de buena conducta son normas regulatorias autoimpuestas por las mismas partes que intervienen en una sociedad, tienen la ventaja de ser flexibles, lo que les permite adecuarse a las necesidades particulares de cada sociedad. La eficacia de la autorregulación se refleja en el mayor valor que el mercado otorga a las compañías que al incorporar estas prácticas mejoran su gestión.

Los contractualistas han llamado a esto la solución financiera que se opone a la solución legislativa, debido a que la sanción que reciben las sociedades que no adoptan

buenos códigos de conducta no está dada por la ley, sino que por el castigo en el precio de sus acciones en la bolsa.

Un factor adverso es que, no es posible exigir coercitivamente el cumplimiento de los códigos de buena conducta toda vez que no se trata de normas jurídicas, lo que debilita y dificulta su aplicación.

Cabe señalar que la tendencia apunta a que cada vez es más común que se exija que las compañías que han adoptado códigos de buena conducta los informen al mercado a través de la entidad regulatoria administrativa (por Ej. Superintendencia de Valores y Seguros), así como también informen cuando éstos se han transgredido, para permitir que el mercado al estar en conocimiento de la situación, la traspase a los precios de las acciones. Esta exigencia de transparencia informativa es conocida doctrinariamente como la regla *comply or explain* (cumplimiento o explicación).

b) La Escuela Institucionalista y su propuesta de reformas legales.

Los institucionalistas señalan que la propuesta de solución financiera de la Escuela Contractualista es insuficiente para garantizar la transparencia en los mercados y mantener la confianza de los inversionistas, y postulan que el resguardo de estos objetivos sólo es posible con la necesaria y fundamental intervención del legislador.

Esta postura es mayoritariamente acogida por los autores europeos, quienes critican al contractualismo por las siguientes razones:

i) Los mecanismos de autorregulación como los códigos de conducta son propios de sistemas legales pertenecientes al common law, en los cuales las leyes societarias tienen un carácter dispositivo, a diferencia de los sistemas continentales donde tradicionalmente el derecho societario tiene rasgos marcadamente imperativos, careciendo las partes de un papel protagónico en el diseño de la distribución de poder dentro de la sociedad. De esta forma, el camino legislativo representa la continuación de la tradición normativa de estos ordenamientos jurídicos.

ii) Existe abundancia de códigos de conducta diferentes, lo que genera mucha incertidumbre acerca de cuáles son las obligaciones a cumplir, por lo que se requiere establecer un código común y obligatorio para todos. Además esta autorregulación no es obligatoria para las sociedades.

iii) Se objeta el origen de esta gran variedad de normas autorregulatorias que muchas veces son redactadas por los mismos que deben cumplirlas y de acuerdo a sus propios intereses. Por esta razón, la unificación y obligatoriedad de estas normas debería efectuarse por la vía legislativa, buscando un consenso entre todos los actores involucrados.

iv) Finalmente, la llamada solución financiera presupone la existencia de un activo mercado de valores, con características de profundidad y liquidez, que probablemente solamente se encuentre en Estados Unidos. En consecuencia, en los demás mercados, que presentan sociedades con altos porcentajes de concentración en su propiedad y en donde los inversionistas no se involucran activamente en las sociedades en que invierten sus recursos, como en Europa y Latinoamérica, los postulados del contractualismo no son eficaces y es preferible que la ley fije el marco legal donde pueden desenvolverse los inversionistas.

4) Reflexiones finales.

La realidad chilena nos muestra que la mayoría de las sociedades anónimas son controladas por un solo accionista lo que continuamente conlleva un conflicto de intereses entre el accionista controlador, que no necesariamente es el accionista mayoritario y con la capacidad de elegir a la mayoría del directorio y los demás accionistas minoritarios y en algunos casos los acreedores (por Ej. Los tenedores de bonos).

Pareciera que nos encontramos frente a un problema sin salida, pues si tanto los administradores como los accionistas buscan maximizar sus propios beneficios, el choque de conflictos de intereses es inevitable. Todo lo que se haga para evitar esta lucha interna redundará en un costo para la compañía la que deberá invertir más en auditorías, oficiales

de cumplimiento, eventuales seguros, ..., todas estas medidas tendientes a limitar los perjuicios que puedan ocasionarse con ocasión de esta pugna de intereses.

Esta lucha interna de intereses contrapuestos al interior de la sociedad, requiere de mayores controles y fiscalización, de parte de los propios accionistas, y además, debidamente apoyados por una ley que establezca una adecuada regulación y proteja los intereses de la parte más débil. Muchos países y sus empresas, influenciados por el movimiento de los Gobiernos Corporativos, están adoptando códigos de buena conducta, entre los cuales destacan a nivel global los Principios de la O.E.C.D. para el Gobierno de las Sociedades.²⁵

Las buenas prácticas de gobierno corporativo reducen el costo de capital de una empresa y la valorizan frente al mercado, pues éste premia a través del precio de la acción a una empresa bien administrada.

Quizás, un aspecto negativo de una mayor regulación es que significa costos para las empresas, en especial para las pequeñas. En Estados Unidos, y a raíz de las mayores exigencias establecidas por la Ley Sarbanes Oxley, muchas compañías optaron por deslistar sus acciones de la Bolsa, para no tener que reportar sus estados financieros a la autoridad financiera (Security Exchange Commission).

Este fenómeno conocido como “going dark” o “permanecer en las sombras”, significa una pérdida de transparencia, que claramente, beneficia a los administradores de la empresa y perjudica a los agentes externos, que mantienen intereses en ella. En efecto, la evidencia empírica muestra que el anuncio de *going dark* conlleva a una caída en el valor de una empresa.

²⁵ Organisation for Economic Co-operation and Development.

**La regulación de los conflictos de interés de los directores
como una medida de protección a los accionistas minoritarios
en la sociedad anónima.**

CAPÍTULO III

**RESPONSABILIDAD DE LOS DIRECTORES POR LOS PERJUICIOS
PROVOCADOS POR ACTOS DERIVADOS DE SUS FUNCIONES**

Este tercer capítulo obedece a la pregunta ¿Deben responder los directores por los perjuicios provocados por actos derivados de sus funciones? Un objetivo de especial relevancia será establecer la responsabilidad que les cabe a los directores de las sociedades anónimas, cuando sus actuaciones han provocado perjuicios a la sociedad y/o a sus accionistas. En este aspecto podemos distinguir a lo menos dos tipos de responsabilidades que se presentarían a este respecto, la civil y la penal.

En esta oportunidad no profundizaremos respecto de la responsabilidad penal de los directores y ejecutivos principales de las sociedades anónimas, toda vez que si bien existen varios tipos penales en diversas leyes que sancionan determinadas conductas por hechos relacionados con conflictos de interés, uso de información privilegiada o de otro tipo relacionadas con el mercado de valores, lo cierto es que, en la práctica, no se han visto ejecutivos que hayan ido a prisión por esta causa. Lo anterior se debe fundamentalmente al hecho que las penas son bastante bajas en consideración al eventual beneficio económico que se puede obtener, razón por la cual no logran amedrentar a quienes ven una posibilidad de obtener una ganancia, aunque sea ilícita y pueda provocar perjuicios a otros accionistas o a la sociedad.

En general, podemos apreciar que cuando hay actuaciones irregulares de directores de S.A., se les sanciona por la Autoridad con gran publicidad y, a veces, con millonarias multas. Frente a esta realidad, cabe preguntarse si esto es suficiente para proteger a los accionistas minoritarios que han sufrido perjuicios y cómo se les indemniza los daños que pudieron haber sufrido.

De la misma manera en que el afán de lucro puede motivar a los directores y ejecutivos de empresas a actuar motivados por conflictos de interés o incluso a infringir la ley, en nuestra opinión, el mejor resguardo o garantía para los accionistas minoritarios o de quienes puedan verse afectados por estas actuaciones pasa por un mecanismo eficiente que permita perseguir la responsabilidad civil y obtener la correspondiente indemnización de perjuicios de parte de aquellos que obtuvieron ganancias individuales en perjuicio de la sociedad y sus accionistas. Este capítulo pretende mostrar en la realidad cómo responden los directores y cómo se hace efectiva esta responsabilidad en relación con los accionistas minoritarios.

De esta manera, centraremos nuestro análisis en la responsabilidad civil de los directores de sociedades anónimas que frente a una situación de conflicto de intereses optan por su beneficio personal en perjuicio de la compañía y/o de sus accionistas. Para tal efecto, veremos cómo se ha abordado este tema en Chile y en otros países, luego efectuaremos nuestras conclusiones al respecto cotejando la legislación comparada con nuestra realidad.

1) Análisis de Legislación Comparada.

En general, podemos señalar que las normas sobre responsabilidad de los directores y ejecutivos de la sociedad anónima son bastante parecidas en todas las legislaciones latinoamericanas. En cuanto a los países anglosajones y especialmente en el caso de Estados Unidos, su influencia es evidente en el resto del mundo, sobre todo a partir de la Ley Sarbanes Oxley, dictada el año 2002 como una reacción a los numerosos escándalos financieros de la época. A partir del año 2007, se empezaron a revelar una serie de nuevos escándalos financieros en Estados Unidos (crisis Subprime), que dejaron en evidencia la falta de controles por parte de la Autoridad, y que han conducido a la actual crisis económica mundial. Será interesante ver el desarrollo de los acontecimientos futuros y la forma en que el legislador del país norteamericano enfrentará este nuevo escenario.

En esta oportunidad analizaremos las legislaciones comparadas que nos parecen más relevantes y atinentes a nuestro estudio.

a) Argentina.

En nuestro país vecino la Ley N° 19.550 sobre sociedades comerciales, entre otras materias, regula la responsabilidad de los directores de sociedades anónimas en sus artículos 59, 266, 269, 270 y 274, que en sus partes pertinentes señalan lo siguiente:

Art. 59: “Los administradores y los representantes de la sociedad deben obrar con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios. Los que faltaren a sus obligaciones son responsables, ilimitada y solidariamente, por los daños y perjuicios que resultaren de su acción u omisión.”

Art. 266: “el cargo de director es personal e indelegable ...”

Art. 269: “El estatuto puede organizar un comité ejecutivo integrado por directores que tengan a su cargo únicamente la gestión de los negocios ordinarios. El directorio vigilará la actuación de ese comité ejecutivo y ejercerá las demás atribuciones legales y estatutarias que le correspondan. Responsabilidad. Esta organización no modifica las obligaciones y responsabilidades de los directores.”

Art. 270: “El directorio puede designar gerentes generales o especiales, ... a quienes puede delegar las funciones ejecutivas de la administración. Responden ante la sociedad y los terceros por el desempeño de su cargo en la misma forma y extensión que los directores. Su designación no excluye la responsabilidad de los directores.”²⁶

De las disposiciones transcritas se desprende que la legislación argentina no admite exenciones o limitaciones a la responsabilidad solidaria e ilimitada de los directores de la sociedad, aún cuando se haya delegado facultades en otros apoderados.

La responsabilidad del directorio (órgano de administración) se mantiene sin alteraciones. Esta responsabilidad solidaria surge del hecho de formar parte de un órgano colegiado, que manifiesta sus decisiones a través de la coincidencia de la mayoría de las voluntades individuales que lo integran, razón por la cual todos los directores están

²⁶ Ley N° 19.550 de Sociedades Comerciales en Argentina.

sometidos a la misma responsabilidad. La mayoría por haber aprobado la decisión y, la minoría si no se opuso a la decisión, dejando constancia en el acta respectiva.

Esta responsabilidad solidaria e inexcusable también se justifica en el hecho que sería muy difícil para los afectados por las decisiones del directorio (accionistas o terceros) obtener una indemnización por los perjuicios provocados si tuvieran que previamente determinar quienes serían individualmente los directores responsables.

Además, existe una obligación de control por parte del directorio de la gestión de la sociedad, aún cuando sea realizada por los gerentes designados por el mismo órgano.

Art. 274: "Los directores responden ilimitada y solidariamente hacia la sociedad, los accionistas y los terceros, por el mal desempeño de su cargo, según el criterio del artículo 59, así como por la violación de la ley, el estatuto o el reglamento y por cualquier otro daño producido por dolo, abuso de facultades o culpa grave ... la imputación de responsabilidad se hará atendiendo a la actuación individual cuando se hubieren asignado funciones en forma personal de acuerdo con lo establecido en el estatuto, el reglamento o decisión asamblearia."²⁷

La doctrina y jurisprudencia argentinas, coinciden en que este artículo no modifica la esencia del régimen de responsabilidad solidaria del directorio, sino que introduce la posibilidad de asignar una responsabilidad individual, cuando un director asume algunas tareas específicas, lo que no obsta la responsabilidad de los demás directores en cuanto a sus deberes de fiscalización, que los obliga a controlar la calidad de la gestión de la empresa.

b) Uruguay.

En este país, la ley N° 16.060 sobre sociedades comerciales establece:

Art. 80: "Los administradores y los representantes de la sociedad deberán obrar con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios. Los que falten a sus

²⁷ La Ley N° 22.903 introdujo modificaciones al Art. 274 de la Ley N° 19.550 sobre sociedades comerciales de la República Argentina.

obligaciones serán solidariamente responsables frente a la sociedad y los socios, por los daños y perjuicios que resulten de su acción u omisión. El juez determinará la parte contributiva de cada responsable en la reparación del daño.”

Art. 391: “El administrador o los directores responderán solidariamente hacia la sociedad, los accionistas y los terceros, por los daños y perjuicios resultantes, directa o indirectamente, de la violación de la ley, el estatuto o el reglamento, por el mal desempeño de su cargo según el criterio del artículo 83 y por aquellos producidos por abuso de facultades, dolo o culpa grave. Estarán exentos de responsabilidad quienes no hayan votado la resolución y hayan dejado constancia en actas de su oposición o comunicado fehacientemente la misma a la sociedad dentro de un plazo no mayor a diez días, contados a partir de la reunión en que se haya adoptado la resolución o de la fecha en que se haya tomado conocimiento de ella. La abstención o la ausencia injustificada no constituirán por sí solas causales de exención de responsabilidad. Si el opositor no hubiera asistido a la reunión que haya aprobado la resolución deberá solicitar su reconsideración procediéndose luego como se dispone en el inciso anterior. Cuando se trate de actos o hechos no resueltos en sesiones de directorio, el director que no haya participado en los mismos no será responsable, pero deberá proceder en la forma dispuesta en el inciso precedente en cuanto lleguen a su conocimiento.”²⁸

La ley uruguaya exige un acto formal y expreso de parte de un director para manifestar su oposición a un acuerdo del directorio, incluso si no estuvo presente en la sesión.

c) Brasil.

En Brasil, la ley, N° 6404 de 1976 sobre Sociedades Anónimas establece en su Art. 165 que “Los miembros del consejo fiscal tienen los mismos deberes que los administradores de que tratan los artículos 153 a 156 y serán responsables por los daños resultantes del descuido en el cumplimiento de sus deberes y de actos practicados con culpa o dolo, o con infracción de la ley o del estatuto. 1.- Los miembros del consejo fiscal deben ejercer sus funciones en el interés exclusivo de la compañía; se considerará abusiva la actuación del consejero que con el fin de causar daño a la compañía o a sus

²⁸ Ley N° 16.060 sobre Sociedades Comerciales, publicada en el Diario Oficial de Uruguay el 1° de noviembre de 1989, N° 22977.

accionistas, obtenga para sí mismo o para otra persona, beneficios que no sean justos y de ese resultado puedan resultar perjuicios para la compañía o para sus accionistas. 2.- Un miembro del consejo fiscal no es responsable por los actos ilícitos de otros miembros, salvo que consienta con ellos o concurra en el acto. 3.- La responsabilidad de los miembros del consejo fiscal será colectiva y responden solidariamente por el descuido en el cumplimiento de sus deberes, pero de ella se puede eximir el miembro disidente si se deja constancia de su divergencia en el acta de la reunión del órgano y se comunica a los órganos de la administración y a la asamblea general.”²⁹

Los principios de esta ley brasileña son bastante parecidos a los de la ley chilena³⁰, y su redacción permite una mejor sistematización de los principios imperantes en el régimen de responsabilidad de los directores al tratar en un mismo artículo los deberes de diligencia del directorio, de responsabilidad por el mal cumplimiento de los deberes del director y establece claramente el deber de lealtad de los directores hacia la compañía al señalar que éstos deben ejercer sus funciones de acuerdo al interés exclusivo de la compañía, evitando causar daños tanto a la compañía como a los socios.

d) Colombia.

El Código de Comercio colombiano establece en su Art. 200: *“Los administradores responderán solidaria e ilimitadamente de los perjuicios que por dolo o culpa ocasionen a la sociedad, a los socios o a terceros. No estarán sujetos a dicha responsabilidad, quienes no hayan tenido conocimiento de la acción u omisión o hayan votado en contra, siempre y cuando no la ejecuten. En los casos de incumplimiento o extralimitación de sus funciones, violación de la ley o de los estatutos, se presumirá la culpa del administrador. (...) De igual manera se presumirá la culpa cuando los administradores hayan propuesto o ejecutado la decisión sobre distribución de utilidades en contravención a lo prescrito en el artículo 151 del Código de Comercio y demás normas sobre la materia. En estos casos el*

²⁹ Traducción libre de la Ley N° 6.404 de 15 de diciembre de 1976, modificada por la nueva Ley de Sociedades Anónimas N° 10303/01, que entró en vigencia el 4 de marzo de 2002. Esta ley supone un avance en relación con su antecesora en el sentido que busca una mayor protección de los accionistas minoritarios y otorga mayores facultades de fiscalización a la autoridad.

³⁰ Ver Arts. 39 y 41 de la Ley de Sociedades Anónimas (18.046). En el punto 2) de este Capítulo se analiza en detalle la situación de Chile.

administrador responderá por las sumas dejadas de repartir o distribuidas en exceso y por los perjuicios a que haya lugar. Si el administrador es persona jurídica, la responsabilidad respectiva será de ella y de quien actúe como su representante legal. Se tendrán por no escritas las cláusulas del contrato social que tiendan a absolver a los administradores de las responsabilidades ante dichas o a limitarlas al importe de las cauciones que hayan prestado para ejercer sus cargos".

e) Venezuela.

El Código de Comercio de Venezuela, respecto de la responsabilidad de los directores y administradores de sociedades anónimas, señala en su Art. 266: *"Los administradores son solidariamente responsables para con los accionistas y para con los terceros: 1. De la verdad de las entregas hechas en caja por los accionistas. 2. De la existencia real de los dividendos pagados. 3. De la ejecución de las decisiones de la asamblea. 4. Y en general, del exacto cumplimiento de los deberes que les imponen la ley y los estatutos sociales" .*

Artículo 268: *"La responsabilidad de los administradores por actos u omisiones no se extiende a aquellos que estando exentos de culpa hayan hecho constar en el acta respectiva su no conformidad, dando noticia inmediata a los comisarios".*

f) Perú.

En Perú, la Ley General de Sociedades N° 26.887 de 1997, en lo referido a la responsabilidad de los directores de la sociedad anónima establece: Art 174: *"El directorio puede nombrar a uno o más directores para resolver o ejecutar determinados actos. La delegación puede hacerse para que actúen individualmente o, si son dos o más, también para que actúen como comité. La delegación permanente de alguna facultad del directorio y la designación de los directores que hayan de ejercerla, requiere del voto favorable de las dos terceras partes de los miembros del directorio y de su inscripción en el Registro. Para la inscripción basta copia certificada de la parte pertinente del acta. En ningún caso podrá ser objeto de delegación la rendición de cuentas y la presentación de estados financieros a la junta general, ni las facultades que ésta conceda al directorio, salvo que ello sea expresamente autorizado por la junta general".*

Art. 177: *“Los directores responden, ilimitada y solidariamente, ante la sociedad, los accionistas y los terceros por los daños y perjuicios que causen por los acuerdos o actos contrarios a la ley, al estatuto o por los realizados con dolo, abuso de facultades o negligencia grave. Es responsabilidad del directorio el cumplimiento de los acuerdos de la junta general, salvo que ésta disponga algo distinto para determinados casos particulares. Los directores son asimismo solidariamente responsables con los directores que los hayan precedido por las irregularidades que éstos hubieran cometido si, conociéndolas, no las denunciaren por escrito a la junta general”.*

Art. 178: *“No es responsable el director que habiendo participado en el acuerdo o que habiendo tomado conocimiento de él, haya manifestado su disconformidad en el momento del acuerdo o cuando lo conoció, siempre que haya cuidado que tal disconformidad se consigne en acta o haya hecho constar su desacuerdo por carta notarial”.*

Art. 183: *“La demanda en la vía civil contra los directores no enerva la responsabilidad penal que pueda corresponderles”*

g) México.

La Ley General de Sociedades Mercantiles mexicana trata el tema de la responsabilidad de los directores de la siguiente manera:

Art. 157: *“Los Administradores tendrán la responsabilidad inherente a su mandato y la derivada de las obligaciones que la ley y los estatutos les imponen”.*

Art. 158: *“Los administradores son solidariamente responsables para con la sociedad: I.- De la realidad de las aportaciones hechas por los socios; II. Del cumplimiento de los requisitos legales y estatutarios establecidos con respecto a los dividendos que se paguen a los accionistas; III. De la existencia y mantenimiento de los sistemas de contabilidad, control, registro, archivo o información que previene la ley; IV. Del exacto cumplimiento de los acuerdos de las Asambleas de Accionistas”.*

Art. 159: *“No será responsable el Administrador que, estando exento de culpa, haya manifestado su inconformidad en el momento de la deliberación y resolución del acto de que se trate”.*

Art. 160: *“Los Administradores serán solidariamente responsables con los que les hayan precedido, por las irregularidades en que éstos hubieren incurrido sí, conociéndolas, no las denunciaren por escrito a los Comisarios”.*

Artículo 161: *“La responsabilidad de los Administradores sólo podrá ser exigida por acuerdo de la Asamblea General de Accionistas, la que designará la persona que haya de ejercitar la acción correspondiente, ...”.*

h) Estados Unidos de América.

Después de los grandes escándalos financieros de principios de esta década en los Estados Unidos que significaron quiebras, fraudes e inapropiados manejos administrativos, que impactaron directamente en la confianza de los inversionistas, hubo una fuerte presión para que la ley regulara y sancionara la actividad de los directores y ejecutivos de empresas.

La reacción del legislador norteamericano fue la promulgación en el año 2002 de la Ley Sarbanes-Oxley (SOX), la que endurece las regulaciones a las empresas con el fin de devolver al mercado la confianza perdida. Esta ley regula el buen gobierno corporativo, la responsabilidad de los administradores, la transparencia en el mercado y la actividad de los auditores entre otras materias, estableciendo multas y castigos, incluyendo penas privativas de libertad para los infractores.

En el caso de los directores y altos ejecutivos, la ley los hace directamente responsables de los controles financieros de la compañía, por lo cual las malas prácticas financieras pueden redundar directamente en su patrimonio. Se introduce el concepto de “responsabilidad corporativa”³¹ que hace responsable directo a los ejecutivos principales de los procedimientos de control interno de toda la información que se comunica al mercado.

³¹ Sarbanes-Oxley Act 2002, Título 3. La sección 302 dispone que los reportes que la empresa entrega a la SEC (autoridad administrativa) deben certificarse por el CEO (gerente general) o el CFO (gerente de finanzas) y los responsabiliza del establecimiento, mantenimiento y evaluación de los controles internos respecto de la información revelada al público. La función de fiscalización del proceso de preparación de los estados financieros de la compañía, se entrega al Comité de Auditoría, conformado por a lo menos tres directores independientes, los que no deben tener ninguna relación económica con la sociedad, ni con el controlador, excepto por las asignaciones que les corresponde en su función como directores. La definición de independencia incluye a las sociedades en las que los miembros del Comité, sus cónyuges, y sus hijos menores, sean socios.

En Estados Unidos, además de las leyes federales, la mayoría de los Estados³² tienen sus propias leyes que establecen la responsabilidad penal tanto de la sociedad como de sus directores, sin considerar la intencionalidad del autor; es decir, no se requiere dolo ni culpa, se trata de una responsabilidad objetiva.³³

Los nuevos acontecimientos en los mercados mundiales dejaron en evidencia que los controles nunca son suficientes y las leyes societarias y del mercado de capitales estadounidenses se han visto fuertemente cuestionadas. Habrá que esperar la reacción del legislador para ver cómo se enfrentará de aquí en adelante este tema de la responsabilidad de los directores.

i) Canadá.

La Ley Federal de Sociedades Comerciales Canadiense (*Canadian Business Corporations Act*) considera a los directores de una compañía como fiduciarios³⁴ o apoderados de la sociedad que representan y, en consecuencia, están investidos de las obligaciones y deberes propios de esa función. A diferencia de los accionistas, los directores deben actuar en beneficio de la empresa, y están obligados a denunciar las situaciones de conflicto de intereses que les afecten.

En algunos casos, las leyes de los estados son más restrictivas aún que la mencionada ley federal. Por ejemplo, el Código Civil de Québec prohíbe expresamente a los directores comprometerse personalmente en una situación conflictiva relacionada con sus propios intereses y aquellos de la sociedad que representan. Se reafirma la obligación para los directores de actuar siempre buscando el mejor interés de la sociedad que

³² En materia societaria, destaca en el ámbito legislativo y judicial el Estado de Delaware, que sirve de modelo para muchas de las leyes federales.

³³ Por ejemplo, la Uniform Fraudulents Conveyance Act establece que una sociedad puede ser penalmente condenada por: a) cualquier delito cometido en la consecución de los negocios, sobre la base de una conducta ejecutada, autorizada, alentada, ordenada, ratificada o imprudentemente tolerada en violación a un deber de mantener una supervisión efectiva sobre las actividades por parte de una de ellas: el directorio, un funcionario ejecutivo, o cualquier otro agente en una situación de autoridad comparable con relación a la formulación de la política societaria y también cualquier persona, sea o no funcionario de la empresa, en tanto la controle o esté responsablemente a su cargo establecer la política de la empresa; b) cualquier delito consistente en omitir dar cumplimiento a deberes legalmente impuestos a la sociedad.

³⁴ Etimológicamente la palabra fiduciario proviene del latín “fiducia” que significa “confianza”.

representan. Si bien no se establece ninguna sanción en la ley para el director que no cumpla con esta obligación de información, cualquier accionista o persona afectada puede solicitar la anulación de un acto que contravenga el cumplimiento de esta obligación.

j) España.

La ley de Sociedades Anónimas de España establece: Art. 127: *“Ejercicio del cargo: 1. Los administradores desempeñarán su cargo con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal. 2. Deberán guardar secreto sobre las informaciones de carácter confidencial, aun después de cesar en sus funciones”*

*Art. 133: “Responsabilidad. 1. Los Administradores responderán frente a la Sociedad, frente a los accionistas y frente a los acreedores sociales del daño que causen por actos contrarios a la Ley o a los Estatutos o por los realizados sin la diligencia con la que deben desempeñar el cargo. 2. Responderán solidariamente todos los miembros del órgano de administración que realizó el acto o adoptó el acuerdo lesivo, menos los que prueben que, no habiendo intervenido en su adopción y ejecución, desconocían su existencia o conociéndola hicieron todo lo conveniente para evitar el daño o, al menos, se opusieron expresamente a aquél. 3. En ningún caso exonerará de responsabilidad la circunstancia de que el acto o acuerdo lesivo haya sido adoptado, autorizado o ratificado por la Junta general”.*³⁵

k) Italia.

El código Civil Italiano (Art. 2392) dispone que los administradores de la sociedad deben cumplir con los deberes a ellos impuestos por la ley y por el acto constitutivo, para lo cual deberán aplicar la diligencia del mandatario, y son solidariamente responsables hacia la sociedad por los daños derivados de la inobservancia de aquellas obligaciones. El tratamiento de la responsabilidad de los directores se encuentra regulada por las normas específicas aplicables al contrato de mandato.

l) Alemania.

³⁵ El Real Decreto Legislativo de 22-12-1989, número 1564/1989, aprueba el texto refundido de la ley de sociedades anónimas y adapta la legislación mercantil española a las directivas de la comunidad económica europea (CEE) en materia de sociedades.

En Alemania, la ley de sociedades tipifica los delitos e infracciones en los que pueden incurrir los administradores de una sociedad, tales son: a) la falsedad de datos; b) descripciones inexactas; c) infracción a las obligaciones en el caso de pérdida de capital o insolvencia; d) declaración falsa o falsificación de resguardos de depósitos; e) infracciones al deber de información; f) infracción al deber de secreto; etc.

2) Análisis de la situación chilena.

En Chile, la realidad de las compañías difiere notoriamente de la situación de los países anglosajones que presentan una propiedad accionaria muy atomizada, donde existe una clara separación entre la propiedad y el control de la compañía. La propiedad de las empresas chilenas se encuentra notoriamente concentrada en uno o muy pocos accionistas que controlan la mayor parte del capital y de las decisiones sociales, situación que agrava los conflictos de intereses entre los accionistas controladores o mayoritarios y los minoritarios, que a menudo ven sus derechos vulnerados. En los próximos capítulos analizaremos varios casos chilenos que dan cuenta de esta situación.

Las reacciones legislativas no se han dado con la agilidad y oportunidad necesarios; sin embargo, en los últimos años, este tema ha estado permanentemente vigente, lo que se ha reflejado en los proyectos de ley aprobados en el Congreso Nacional sobre Reforma al Mercado de Capitales I y II, que han ido introduciendo mejoras en la administración de las sociedades, con el fin de mejorar la transparencia y la actividad en los mercados.

Sin duda, hasta la fecha la reforma más relevante en esta materia introducida en nuestro ordenamiento jurídico ha sido la Ley N° 19.705 que “Regula las Ofertas Públicas de adquisición de Acciones y establece Régimen de Gobiernos Corporativos”, publicada el 20 de diciembre del año 2000. En lo referido a la responsabilidad de los directores, podemos destacar los siguientes aspectos:

a) Un objetivo principal de la ley fue atenuar los posibles abusos cometidos por los controladores en perjuicio de los accionistas minoritarios. Para tal efecto, se impuso como

mecanismo obligatorio para adquirir el control de las sociedades abiertas la Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPAS); medio a través del cual se permite a todos los accionistas participar en los beneficios pagados por el control de la compañía o salir de la sociedad ante la entrada de un nuevo controlador.³⁶

b) Se reglamentó la creación y duración de las acciones con preferencia sobre el control de las sociedades abiertas, estableciéndose plazos máximos de vigencia de estos títulos y la necesaria intervención de la junta de accionistas para su prórroga, resguardando con ello el principio de igualdad política entre los accionistas, que se traduce en la regla “una acción, un voto”.³⁷

c) Se facultó a las sociedades para emitir stock options, sistema que permite remunerar a los directivos y empleados de la compañía, mediante la adquisición de acciones de la sociedad en condiciones ventajosas. Lo anterior permitiría alinear los intereses de los socios y los empleados, pues una buena gestión redundaría en un mayor valor de la compañía.

d) Se establecieron regulaciones a las transacciones efectuadas por la sociedad, en las que uno o más directores tengan interés, lo que mejora las condiciones para generar una mayor transparencia e independencia en la perfección de tales actos.³⁸

e) Entre otras normas tendientes a mejorar la gestión del directorio de la compañía, se exige detallar los gastos efectuados por el directorio en la memoria anual de la empresa.

f) Se establece la figura de los ejecutivos principales, entendiendo por tales a las personas que ejercen facultades relevantes en la administración y se les impone el mismo régimen jurídico que se les aplica a los directores, para que asuman las responsabilidades propias de su función.

³⁶ El Art. 1° de la Ley N° 19.705, introdujo el Título XXV “De la Oferta Pública de Adquisición de Acciones” a la Ley de Mercado de Valores (18.045).

³⁷ El Art. 2° de la Ley N° 19.705, modificó el Art. 20 de la Ley de Sociedades Anónimas (18.046).

³⁸ El Art. 2° de la Ley N° 19.705, modificó el Art. 44 de la Ley de Sociedades Anónimas (18.046).

g) Se establecen los comités de directores a los que se les asignan importantes funciones de supervisión del directorio de la compañía. Especialmente relevante esta función en la designación de los auditores externos.

h) Para la protección de los accionistas minoritarios, se someten nuevos actos jurídicos a la decisión de la junta extraordinaria de accionistas, estableciendo para ello exigentes quórum de aprobación de tales acuerdos. También se establecen nuevos eventos corporativos que dan lugar al derecho de retiro a favor de los accionistas disidentes de los acuerdos que adopte la junta de accionistas.

i) También se consagra la acción derivativa, un novedoso remedio procesal a favor de los accionistas para demandar, en nombre de la sociedad, los perjuicios que se pudiesen haber causado al patrimonio social.

La Ley N° 19.705 incorporó varias propuestas del movimiento de Corporate Governance, modernizando la administración de las sociedades anónimas en Chile; sin embargo, esto no ha sido suficiente para erradicar los conflictos de intereses al interior de las compañías y sus consecuencias en los accionistas minoritarios, toda vez que nuestra realidad sigue siendo muy distinta a los países anglosajones donde nació este movimiento.

Las reformas introducidas por la Ley de OPAS debían profundizarse con la Ley de Mercado de Capitales 2 (conocida como MKII). Por ejemplo, el mensaje de este proyecto de ley reformulaba profundamente el Art. 44 de la Ley de Sociedades Anónimas referido a los conflictos de intereses, situación que finalmente no ocurrió al publicarse la Ley N° 20.190 que “introduce adecuaciones tributarias e institucionales para el fomento de la industria de capital de riesgo y continúa el proceso de modernización del mercado de capitales”.

En definitiva, esta segunda reforma al mercado de capitales chileno, en lo referido a la administración de las sociedades abiertas, sólo introdujo algunas modificaciones tendientes a mejorar la comunicación al interior de la sociedad, facilitando el envío de

información a los accionistas a través de medios tecnológicos³⁹ y, en lo relativo a la responsabilidad de los directores, amplió el plazo de prescripción de la acción para solicitar indemnización de perjuicios en casos de uso de información privilegiada de uno a cuatro años.⁴⁰

Actualmente, existe un proyecto de ley (MKIII) que, reconociendo la importancia los gobiernos corporativos de las empresas, busca continuar perfeccionando la normativa que los regula basándose en cuatro principios fundamentales: la transparencia; corregir asimetrías de información, reducir costos de información y coordinación; fortalecimiento de los derechos de los accionistas minoritarios y; la autodeterminación.⁴¹ A partir de estos fundamentos el proyecto busca perfeccionar los siguientes aspectos: a) La divulgación de información al mercado; b) El uso de información privilegiada; c) El establecimiento de los directores independientes; d) Los comités de directores; e) Las operaciones con partes relacionadas y los conflictos de interés; f) El funcionamiento de la junta de Accionistas; g) El voto de los accionistas; h) La auditoría externa y; i) El perfeccionamiento de las Ofertas Públicas de Acciones (OPAS).

A continuación analizaremos las principales normas contenidas en nuestra ley de sociedades anónimas (LSA 18.046) referidas a la responsabilidad de los directores, que incluyen las reformas introducidas por las leyes Nos. 19.705 y 20.190, para compararlas con las de los otros países que hemos analizado y poder apreciar nuestra realidad en relación a ellos.

³⁹ Modificación a la Ley de Sociedades Anónimas N° 18.046 introducida por el artículo 7° de la Ley N° 20.190.

⁴⁰ Modificación al artículo 172 de la Ley de Mercado de Valores N° 18.045 introducida por el artículo 6° de la Ley N° 20.190.

⁴¹ Mensaje N° 563-355/ de 28 de agosto de 2007. El Mensaje Presidencial de este proyecto de ley resalta la importancia de los gobiernos corporativos y efectúa un diagnóstico los mismos en Chile, reconociendo que sus prácticas se encuentran en permanente perfeccionamiento y evolución, lo que pone constantemente a prueba la regulación existente. Se advierte que los directorios no cumplen el rol estratégico que les correspondería, donde muchas decisiones se toman fuera del directorio por el accionista principal y que las empresas no poseen métodos de evaluación de sus directores.

El Art. 39 de la LSA dispone que *“Las funciones de director de una sociedad anónima no son delegables y se ejercen colectivamente, en sala legalmente constituida. (...) Los directores elegidos por un grupo o clase de accionistas tienen los mismos deberes para con la sociedad y los demás accionistas que los directores restantes, no pudiendo faltar a éstos y a aquélla a pretexto de defender los intereses de quienes los eligieron”*.

En cuanto a las facultades del Directorio, el Art. 40 establece que *“El directorio de una sociedad anónima la representa judicial y extrajudicialmente y para el cumplimiento del objeto social, ..., está investido de todas las facultades de administración y disposición que la ley o el estatuto no establezcan como privativas de la junta general de accionistas,”*.

En materia de responsabilidad, el Art. 41 señala que *“Los directores deberán emplear en el ejercicio de sus funciones el cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios y responderán solidariamente de los perjuicios causados a la sociedad y a los accionistas por sus actuaciones dolosas o culpables. Es nula toda estipulación del estatuto social y todo acuerdo de la junta de accionistas que tienda a liberar o a limitar la responsabilidad de los directores a que se refiere el inciso anterior. La aprobación otorgada por la junta general de accionistas a la memoria y balance presentados por el directorio o a cualquier otra cuenta o información general, no libera a los directores de la responsabilidad que les corresponda por actos o negocios determinados; ni la aprobación específica de éstos los exonera de aquella responsabilidad, cuando se hubieren celebrado o ejecutado con culpa leve, grave o dolo”*.

Este artículo mantiene el factor de la responsabilidad solidaria de los directores frente a los accionistas, que se encuentra presente en la mayoría de la legislación comparada que hemos revisado.

En lo referido al tratamiento de los conflictos de interés, el Art. 44 de la ley de sociedades anónimas no nos entrega una definición de este concepto, ni tampoco invalida necesariamente los actos en que alguno de los directores haya actuado motivado por algún conflicto de interés y se limita a señalar que *“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. Los acuerdos que al respecto adopte el directorio serán dados a conocer en la próxima junta de accionistas por el que la presida, debiendo hacerse mención de esta materia en su citación.

Se presume de derecho que existe interés de un director en toda negociación, acto, contrato u operación en la que deba intervenir él mismo, su cónyuge o sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, o las sociedades o empresas en las cuales sea director o dueño directo o a través de otras personas naturales o jurídicas de un 10% o más de su capital o las sociedades o empresas en las cuales alguna de las personas antes mencionadas, sea director o dueño directo o indirecto del 10% o más de su capital; y las personas por quien el director actúe como representante.

Siempre que el acto o contrato involucre montos relevantes, el directorio deberá pronunciarse previamente si éste se ajusta a condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado. En caso que se considere que no es posible determinar dichas condiciones, el directorio, con la abstención del director con interés, podrá aprobar o rechazar la operación o, en su caso, designar para estos efectos a dos evaluadores independientes.

Los actos o contratos referidos en el inciso anterior, así como el nombramiento de los evaluadores independientes, tendrán el carácter de hecho esencial.

Los informes de los evaluadores deberán pronunciarse acerca de las condiciones de la operación y de la forma en que se proponga pagar el precio cuando sea en bienes que no consistan en dinero.

Los informes de los evaluadores serán puestos a disposición de los accionistas y del directorio en las oficinas sociales al día siguiente hábil de recibidos en la sociedad, por el plazo de 20 días hábiles contado desde la fecha en que se recibió el último de esos informes, debiendo comunicarse por escrito a los accionistas tal hecho. El directorio podrá acordar, con la abstención del director con interés, darle el carácter de reservada a la operación y a los informes, respectivamente.

El directorio sólo podrá pronunciarse sobre la aprobación o rechazo del acto o contrato una vez transcurrido el plazo a que se refiere el inciso séptimo, desde recibido el último de los informes, con la abstención del director con interés.

Si accionistas que representen al menos un 5% de las acciones emitidas con derecho a voto estimaren que las condiciones no son favorables a los intereses sociales o las

evaluaciones fueren substancialmente distintas entre sí, podrán solicitar al directorio dentro del plazo a que se refiere el inciso séptimo, que se cite a una junta extraordinaria de accionistas para que ésta resuelva con el acuerdo de las dos terceras partes de las acciones emitidas con derecho a voto.

El controlador o la persona relacionada que pretenda realizar la operación deberá poner a disposición del directorio, en forma oportuna, todos los antecedentes, informes, documentos y comunicaciones, referidos a esa operación, remitidos a entidades supervisoras o reguladoras extranjeras competentes o a bolsas de valores extranjeras, a la fecha en que se someta a consideración del directorio la enajenación del negocio, activos y pasivos, o activos en su caso. Asimismo, esos antecedentes serán puestos a disposición de los accionistas por el directorio, al día siguiente hábil de recibidos.

También se presume de derecho que un director tiene interés cuando éste o personas relacionadas con él presten asesoría para la celebración de tal acto o contrato.

En las actas de la sesión de directorio correspondiente deberá hacerse constar expresamente las deliberaciones del directorio para aprobar los términos y condiciones de los respectivos actos o contratos.

Para los efectos de este artículo, se entiende que es de monto relevante todo acto o contrato que supere el 1% del patrimonio social, siempre que dicho acto o contrato exceda el equivalente a 2.000 unidades de fomento y, en todo caso, cuando sea superior a 20.000 unidades de fomento.

La infracción a este artículo no afectará la validez de la operación, pero además de las sanciones administrativas en su caso y penales que correspondan, otorgará a la sociedad, a los accionistas o a los terceros interesados, el derecho de exigir indemnización por los perjuicios ocasionados y pedir el reembolso a la sociedad por el director interesado, de una suma equivalente a los beneficios que a él, a sus parientes o a sus representados les hubieren reportado dichas negociaciones. 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 la junta extraordinaria de accionistas.

A partir del texto legal antes citado, podemos apreciar que el legislador reconoce la existencia de los conflictos de interés de parte de los directores de la sociedad anónima, incluso presume de antemano su presencia, sin limitarlos o impedirlos. Entendemos esta

situación, considerando la complejidad y variedad del tema, pues los conflictos de interés pueden presentarse de tantas y diversas formas que es prácticamente imposible impedir que se presenten en sus distintos grados.

Como una medida de resguardo de los intereses de quienes pudieran verse afectados, se invierte el peso de la prueba, obligando al que actuó con interés a probar que la operación se ajustó a condiciones de mercado o que no significó un perjuicio para la sociedad. A mayor abundamiento, aún cuando una actuación motivada por un conflicto de interés infrinja el Art. 44 de la LSA, no se invalida el acto. Como podremos apreciar en el Capítulo V de este trabajo, cuando analicemos algunos casos prácticos, las eventuales sanciones administrativas e incluso penales, no son suficientes para frenar las actuaciones de directores o accionistas mayoritarios cuando existe una posibilidad de privilegiar un interés personal, pues los beneficios y utilidades pueden superar con largueza los eventuales perjuicios que pudieren tener que indemnizar o las sanciones penales y administrativas que se les pudieran aplicar, resultando siempre un solo grupo perjudicado en sus intereses, los accionistas minoritarios.

El Art. 45 dispone que: *“Se presume la culpabilidad de los directores respondiendo, en consecuencia, solidariamente de los perjuicios causados a la sociedad, accionistas o terceros, en los siguientes casos: 1) Si la sociedad no llevare sus libros o registros; 2) Si se repartieren dividendos provisorios habiendo pérdidas acumuladas, respecto de los directores que concurrieron al acuerdo respectivo; 3) Si la sociedad ocultare sus bienes, reconociere deudas supuestas o simulare enajenaciones. Se presume igualmente la culpabilidad del o de los directores que se beneficien en forma indebida, directamente o a través de otra persona natural o jurídica de un negocio social que, a su vez, irroque perjuicio a la sociedad”*.

Este artículo continúa con la casuística del legislador, donde describe una serie de situaciones en que la ley presume la responsabilidad de los directores y los obliga a indemnizar los perjuicios que provoquen.

El Art. 48. *“Las deliberaciones y acuerdos del directorio se escriturarán en un libro de actas por cualesquiera medios, siempre que éstos ofrezcan seguridad que no podrá haber intercalaciones, supresiones o cualquier otra adulteración que pueda afectar la*

fidelidad del acta, que será firmada por los directores que hubieren concurrido a la sesión. ... El director que quiera salvar su responsabilidad por algún acto o acuerdo del directorio, deberá hacer constar en el acta su oposición, debiendo darse cuenta de ello en la próxima junta ordinaria de accionistas por el que presida. El director que estimare que un acta adolece de inexactitudes u omisiones, tiene el derecho de estampar, antes de firmarla, las salvedades correspondientes”.

Art. 49. “Las sociedades anónimas tendrán uno o más gerentes designados por el directorio, el que les fijará sus atribuciones y deberes, pudiendo sustituirlos a su arbitrio. Al gerente o gerente general en su caso, corresponderá la representación judicial de la sociedad, estando legalmente investido de las facultades establecidas en ambos incisos del artículo 7 del Código de Procedimiento Civil, y tendrá derecho a voz en las reuniones de directorio, respondiendo con los miembros de él de todos los acuerdos perjudiciales para la sociedad y los accionistas, cuando no constare su opinión contraria en el acta. El cargo de gerente es incompatible con el de presidente, auditor o contador de la sociedad y en las sociedades anónimas abiertas, también con el de director”.

Art. 50. “A los gerentes y a las personas que hagan sus veces, les serán aplicables las disposiciones de esta ley referente a los directores en lo que sean compatibles con las responsabilidades propias del cargo o función, y en especial, las contempladas en los artículos 35, 36, 37, 41, 42, 43, 44, 45 y 46, según el caso. Es de responsabilidad del gerente la custodia de los libros y registros sociales y que éstos sean llevados con la regularidad exigida por la ley y sus normas complementarias”.

Finalmente, el Título XIV de la LSA, “De las responsabilidades y sanciones” (Art. 133), establece la obligación de indemnizar los perjuicios a todos quienes infrinjan esta ley, ocasionando daño a otro, y especialmente, se reitera la responsabilidad solidaria de los directores, gerentes y liquidadores entre sí y con la sociedad que administren, por los daños que ocasionen.

Como hemos podido apreciar, nuestro legislador se explaya describiendo conductas constitutivas de conflictos de interés y sus efectos, sin definir qué se debe entender por tales. Muy probablemente no ha querido limitarse con una definición legal,

por temor a que algunas conductas queden excluidas y por ende, sin sanción para quienes se aprovechen de estas situaciones.

3) Conclusiones.

A partir del análisis efectuado de las diversas legislaciones señaladas en este capítulo, se desprende que existen principios comunes en todas ellas. Por ejemplo, podemos apreciar que los directores de las sociedades anónimas deben responder solidariamente por aquellas actuaciones que atentan contra los estatutos, resoluciones de las asambleas o la ley, y deben responder ilimitadamente por los daños causados por dolo o negligencia. Por otra parte, se establece la responsabilidad colectiva del directorio en términos de que todos los directores responden por las decisiones tomadas por el órgano y aquel director que no está de acuerdo con una decisión debe dejar constancia de su oposición en el libro de actas.

Los ejemplos antes mencionados reflejan la tendencia de los legisladores a aumentar las responsabilidades de los directores y ejecutivos. En el caso del análisis que estamos efectuando en este capítulo respecto de la responsabilidad civil de los directivos, podemos distinguir algunas causas que han motivado estas mayores exigencias:

a) Derechos de los interesados: Además de los accionistas que históricamente se han visto afectados por las actuaciones de los directores que actúan motivados por sus propios intereses, actualmente los tenedores de bonos y los acreedores de las empresas, también están haciendo valer sus derechos, demandando a los directores y ejecutivos, no pocas veces en contraposición a los intereses de los mismos accionistas o de los organismos reguladores.

b) Transparencia e independencia: Las legislaciones de distintos países han endurecido sus regulaciones en esta materia y están responsabilizando a los directores y ejecutivos de los controles financieros y de la información que se transmite al mercado. Todavía muy

lentamente los conceptos de transparencia e independencia se van incorporando como parámetros deseables dentro del ámbito empresarial.

c) Remuneración de los ejecutivos: Tradicionalmente, se entendía que el tema de las remuneraciones de los directores y ejecutivos era un tema interno de la empresa en el cual los accionistas e incluso los tribunales no debían intervenir. Actualmente, las compensaciones de los ejecutivos son un tema relevante en la evaluación económica que se hace de una empresa por parte de un eventual comprador y muchos accionistas están llamando la atención respecto de las remuneraciones y compensaciones que recibe el directorio y los ejecutivos principales.⁴²

Como contrapartida a todas las mayores exigencias y responsabilidades a que están sujetos los directores y ejecutivos principales de las sociedades anónimas, se está generando la necesidad de que, con el fin de asegurar a buenos profesionales, las empresas deban remunerarlos de mejor manera y asegurarles indemnizaciones adecuadas al riesgo que están sujetos en el cumplimiento de sus funciones, por Ej. a través de seguros de responsabilidad civil.

En el caso de Chile, las reformas introducidas por las Leyes Nos. 19.705 y 20.190 y el proyecto de ley (MKIII) en vías de aprobación, tienen sus raíces en el movimiento angloamericano del corporate governance, cuyas propuestas pueden ser útiles a nuestra realidad, no obstante que nuestro mercado de capitales difiere notoriamente del mercado estadounidense o de otros mercados más desarrollados.

Un aspecto en el cual queda un buen camino por recorrer es en lo referido a la autorregulación, principio que muy tibiamente y de vez en cuando, es mencionado por algunas de nuestras entidades nacionales relacionadas con la empresa. Frente a esta realidad, estimamos que la labor del legislador sigue siendo fundamental en la regulación de los gobiernos corporativos y especialmente en lo relativo a los conflictos de interés.

En nuestra opinión, nuestra LSA y LMV no otorgan una adecuada protección a los accionistas minoritarios frente a actuaciones de directores de sociedades anónimas que

⁴² En el próximo capítulo analizaremos el rol de las Administradoras de Fondos de Pensiones, las que permanentemente en los últimos años han llamado la atención respecto de este tema en las Juntas de Accionistas a las que asisten.

actúen con conflictos de interés. Reiteramos que una buena definición legal de “Conflictos de Interés” puede contribuir a una mayor protección de los accionistas minoritarios, quienes frente a cualquier situación donde éstos se presenten, puedan exigir que se les indemnice por los responsables por los perjuicios que se les ocasionen. En el Capítulo I propusimos la siguiente definición de conflictos de interés: “La pugna o lucha interna que contrapone los intereses particulares de un director con las obligaciones derivadas de su posición, y que influyen para inclinar su ánimo o sus decisiones hacia una persona, natural o jurídica, distinta de la sociedad que administra.”

Una conveniente definición legal contribuiría en la protección de los accionistas minoritarios pues permitiría enmarcar una amplia gama de situaciones dentro de la definición conceptual, lo que una vez acreditado, aplicando la regulación actualmente vigente, por ejemplo obligaría al director que actuó con interés a probar que no hubo perjuicio para la sociedad o sus accionistas.

**La regulación de los conflictos de interés de los directores
como una medida de protección a los accionistas minoritarios
en la sociedad anónima.**

CAPÍTULO IV

**ACTUACIÓN CONJUNTA DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS FRENTE A LA
ADMINISTRACIÓN DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA.**

El cuarto capítulo de este trabajo apunta a la interrogante de cuál es la importancia o el peso específico que tienen los accionistas minoritarios frente a la administración o directorio de una compañía de la cual forman parte como socios. A este respecto analizaremos la situación real y práctica de los accionistas minoritarios en nuestro mercado de capitales, donde en principio, la ley no establece distinciones entre unos accionistas y otros.

Para los efectos de nuestro análisis entendemos como accionista minoritario⁴³ a todos quienes participan en la propiedad de una sociedad anónima sin detentar facultades de administración o poder de decisión dentro de la compañía, por no contar por si mismos o en conjunto con otros accionistas con los votos necesarios para imponer una decisión. Por lo general, esta categoría de accionistas se compone de pequeños inversionistas que apuntan a obtener una utilidad por su participación en los dividendos y/o en la valorización de las acciones que poseen.

No obstante que legalmente no se establecen diferencias entre los accionistas de una sociedad, la realidad nos demuestra que existen marcadas diferencias entre los socios de una compañía, manteniendo el accionista controlador una posición de privilegio

⁴³ Según lo define el profesor Guillermo Carey B., el accionista minoritario es aquel cuya participación en el capital es de escasa importancia y cuyo interés es también escaso.

en cuanto a las decisiones de la administración, las que no pocas veces están fuertemente influenciadas por los conflictos de intereses. A pesar de las reformas que se han incorporado a la legislación de sociedades en Chile en los últimos años, la protección legal a los accionistas minoritarios sigue siendo deficiente.

Por otra parte, entre los mismos accionistas minoritarios podemos apreciar marcadas diferencias respecto de los intereses con los que efectúan sus inversiones. Así, encontramos a personas que invierten para generar una ganancia rápida en una determinada sociedad sin interés por involucrarse mayormente en las decisiones de la compañía, son inversionistas temporales y de corto plazo. También existen los que sin tener el control de la empresa, les interesa el manejo y administración de la misma. En cualquier caso, el objetivo básico de cualquier accionista es buscar la mayor rentabilidad de su inversión, situación que muchas veces no ha ocurrido o el beneficio no ha llegado necesariamente a todos los accionistas cuando las decisiones al interior de la sociedad se han tomado por un directorio manejado por el accionista controlador y en exclusivo beneficio de éste.

Frente a esta realidad, la experiencia demuestra que no da lo mismo ser un pequeño accionista minoritario y/o persona natural, que maneja sus inversiones de manera no profesional y con pocas posibilidades de ser escuchado por los demás accionistas, que la importancia que pueden adquirir dentro de una junta de accionistas aquellos socios que aún cuando sean minoritarios, de manera profesional y organizada monitoreen sus inversiones y las decisiones del directorio. En esta última categoría encontramos fundamentalmente a los fondos de inversión y las administradoras de fondos de pensiones.

A continuación revisaremos la situación de ambos tipos de accionistas minoritarios, haciendo presente que este análisis necesariamente requerirá la revisión de casos prácticos en que se han visto vulnerados los derechos de los accionistas minoritarios por los accionistas controladores, situación que veremos en detalle en el próximo capítulo donde revisaremos algunos casos emblemáticos donde se han enfrentado los intereses de los accionistas al interior de una compañía.

1) Situación de los pequeños accionistas.

Como lo hemos señalado anteriormente, la ley no hace distinciones entre accionistas de manera que, en principio, todos los accionistas tienen los mismos derechos y obligaciones al interior de una sociedad. Las diferencias se presentan en el ejercicio de los derechos sociales, pues además de que, por tratarse de accionistas minoritarios, no tienen la posibilidad de hacerse representar en el directorio de la compañía, muchas veces los accionistas mayoritarios y los propios directores elegidos por éstos, vulneran los derechos e intereses de los accionistas minoritarios.

La contingencia para los accionistas minoritarios radica en que, en los órganos de administración de las sociedades, en no pocos casos, se sobrepone el interés personal por sobre el interés social. Así, los administradores pueden muchas veces sucumbir bajo los intereses de los accionistas mayoritarios⁴⁴, que en la práctica son quienes designan a estos directivos, los que a su vez olvidan que no representan los intereses de quienes los eligen, sino los intereses de la sociedad y de todos sus accionistas.

Por otra parte, podemos distinguir que la falta de organización y muchas veces de profesionalismo en el manejo de las inversiones son los factores que determinan este rol poco activo y secundario de los accionistas minoritarios, sobretodo en el caso de las personas naturales. Muy probablemente este tipo de accionistas son quienes mejor reflejan la "Wall Street Rule" que mencionamos en el Capítulo Segundo, pues por lo general estas personas invierten bajos montos individualmente considerados, sin un interés en fiscalizar a la administración y sólo esperan efectuar una ganancia con la venta de sus acciones y recibir sus dividendos. Por la misma razón, es difícil que estos accionistas se pongan de acuerdo para enfrentar de manera mancomunada a los accionistas mayoritarios o a los administradores de la sociedad.

No obstante lo anterior, estos accionistas esperan un tratamiento igualitario y la ley debe proteger sus intereses, especialmente porque se encuentran en una posición de vulnerabilidad.

⁴⁴ De acuerdo al profesor Guillermo Carey B., son aquellos que ejercen el control de la compañía o influyen en su dirección.

El hecho que la ley no establezca distinciones entre los derechos de los accionistas de una sociedad, en la práctica, puede prestarse para muchas arbitrariedades, si permanentemente se sobreponen los intereses de las mayorías sobre aquellos socios minoritarios sin ningún poder de decisión, menoscabando sus derechos e intereses.

Para evitar esta situación, se debe propender por un equilibrio que privilegie la prevalencia del interés de la sociedad como persona jurídica por sobre el interés de los socios en particular, ya que de lo contrario, los intereses de unos pocos con más poder de decisión, puede perjudicar el desarrollo económico y social de la sociedad, y de paso el de los accionistas minoritarios.

Este análisis, que es válido para la situación en general de los accionistas minoritarios, es especialmente delicada en este caso de los pequeños accionistas, personas naturales o jurídicas que no se dedican profesionalmente a administrar inversiones, los que sin organización ni capacidad para defender adecuadamente sus intereses representan la posición más débil dentro de la sociedad anónima abierta.

2) Inversionistas Institucionales.

Como contraposición a los accionistas minoritarios (personas naturales o jurídicas) poco organizados y muchas veces escasamente interesados en la administración de una sociedad anónima encontramos a los accionistas o inversionistas institucionales. Estos accionistas minoritarios, a diferencia de los pequeños accionistas antes mencionados están intentando imponer sus propios términos en el mercado. Estos inversionistas institucionales son por lo general importantes fondos de pensiones públicos o privados, fondos mutuos y fondos de inversión, quienes están tratando de imponer sus propios criterios y puntos de vista al interior de las compañías en que invierten. Como administradores profesionales de recursos financieros, su motivación es conseguir la mayor utilidad de la inversión en beneficio de sus clientes, para tal efecto se busca que las compañías en que invierten se administren con miras a obtener el mejor provecho para todos los accionistas.

En esta oportunidad nos referiremos exclusivamente a los principales inversionistas institucionales existentes en Chile, tales son, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), sociedades anónimas especiales, de giro exclusivo, reguladas por el Decreto Ley N° 3.500 de 1980. Estas sociedades, pioneras en el mundo en la administración de cuentas individuales destinadas al financiamiento de pensiones, significaron una verdadera revolución en nuestro mercado de capitales a partir de los años ochenta y han contribuido significativamente al desarrollo económico del país.

La importancia de las AFP en nuestro mercado de capitales es evidente, pues han contribuido a su profundización y desarrollo. Es común que muchas compañías busquen alcanzar o mantener ciertos estándares financieros que les permita que sus papeles puedan ser adquiridos por las AFP, comúnmente se refiere el mercado a que los títulos o valores sean “afepeables”. Esta condición se cumple cuando la Comisión Clasificadora de Riesgo⁴⁵ autoriza que determinados instrumentos puedan ser adquiridos por las AFP y es deseable para las empresas pues les permite obtener financiamiento de estos inversionistas institucionales. Estudios especializados han determinado que las AFP contribuyen a dar mayor valor a las empresas en que invierten, por ejemplo, un estudio reciente del consultor de la Universidad Católica don Fernando Lefort junto con Eduardo Walker, concluyó que las acciones donde participan las AFP valen en promedio un 17% más que aquellas en que éstas no invierten. La razón principal de este mayor valor está dado por el hecho de que el mercado valora el rol de monitoreo que ejercen las AFP respecto de las decisiones corporativas que puedan afectar a la empresa.⁴⁶

Como consecuencia del fin específico que tienen las Administradoras de Fondos de Pensiones, cual es, administrar el ahorro previsional de carácter obligatorio de millones de trabajadores y otorgar las prestaciones establecidas en la ley, la constitución,

⁴⁵ Art. 99 del DL 3.500.

⁴⁶ Fuente: El Mercurio de Santiago, lunes 26 de mayo de 2008. El Estudio analizó un total de 170 empresas no financieras, listadas en Chile durante el periodo 1990-2002. De éstas, un 30% recibe inversiones de parte de las AFP.

funcionamiento y administración de estas entidades se encuentra tremendamente regulado por la ley y bajo la supervigilancia de la Superintendencia de Pensiones.⁴⁷

Atendido el objetivo de este trabajo sólo analizaremos algunos aspectos referidos a la administración de las AFP y de las regulaciones que tienen para invertir los fondos que administran.

a) Administración de la AFP.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones son sociedades anónimas especiales que tienen un objeto exclusivo determinado en la ley, cual es, administrar Fondos de Pensiones y otorgar y administrar las prestaciones y beneficios que establece el DL 3.500.⁴⁸

De acuerdo al Art. 93 del DL 3.500, corresponde a la Superintendencia de Pensiones (SP), la supervigilancia y control de las sociedades administradoras de fondos de pensiones, que son distintas de los fondos de pensiones que administran.

Además, como todas las sociedades anónimas, las sociedades administradoras de fondos de pensiones están reguladas por la Ley de Sociedades Anónimas (LSA N° 18.046) y la Ley de Mercado de Valores (LMV N° 18.045) y son fiscalizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

⁴⁷ Ley N° 20.255, publicada en el Diario Oficial de 17 de marzo de 2008, que establece la Reforma Previsional, reemplazó la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones por la Superintendencia de Pensiones.

⁴⁸ El Art. 23 del DL 3.500 establece que “Las Administradoras de Fondos de Pensiones, denominadas también en esta ley Administradoras, serán sociedades anónimas que tendrán como objeto exclusivo administrar Fondos de Pensiones y otorgar y administrar las prestaciones y beneficios que establece esta ley.”... “Las Administradoras, sus Directores y dependientes, no podrán ofrecer u otorgar a los afiliados o beneficiarios bajo ninguna circunstancia, otras pensiones, prestaciones o beneficios que los señalados en la ley, ya sea en forma directa o indirecta, ni aun a título gratuito o de cualquier otro modo. La infracción a lo dispuesto en el presente inciso, será sancionada de conformidad a lo establecido en esta ley y en el decreto con fuerza de ley N° 101, de 1980, del Ministerio del Trabajo y Previsión Social. Será sancionado con pena de presidio menor en su grado mínimo, quien habiendo sido sancionado de acuerdo a lo establecido en este inciso, reincida en dicha infracción.”

Como toda sociedad anónima, las AFP son administradas por un Directorio sujeto a las regulaciones de la Ley de Sociedades Anónimas, la Ley de Mercado de Valores y las especiales establecidas en el DL 3.500.

El Art. 156 del DL 3.500 establece, además de las inhabilidades establecidas en la Ley de Sociedades Anónimas, otras adicionales para ser elegible como director de una AFP. Así, no pueden ser directores a) Los ejecutivos de bancos o instituciones financieras, bolsas de valores, intermediarios de valores, administradoras de fondos de inversión, administradoras de fondos mutuos, compañías de seguros o Administradoras de Fondos de Pensiones, y b) Los directores de cualquiera de las instituciones antes señaladas, así como los directores de otras sociedades, sean éstas nacionales o extranjeras, del grupo empresarial al que pertenezca la Administradora.”

La Ley N° 20.255 que establece la Reforma Previsional (2008), introdujo modificaciones a las normas sobre administración de las AFP, incorporando principios de los gobiernos corporativos a estas sociedades anónimas especiales que nuestros legisladores aún no se han decidido a establecer como obligatorias para el resto de las sociedades anónimas.

A modo de ejemplo, el nuevo Art. 156 bis del DL 3.500 dispone que los directorios de las AFP deberán estar integrados por un mínimo de cinco directores, dos de los cuales deberán tener el carácter de autónomos o independientes. Además, el legislador se atreve a definir qué se entenderá por director autónomo señalando que *“Se considerará como director autónomo para estos efectos, a quien no mantenga ninguna vinculación con la Administradora, las demás sociedades del grupo empresarial del que aquélla forme parte, su controlador, ni con los ejecutivos principales de cualquiera de ellos, que pueda generarle un potencial conflicto de interés o entorpecer su independencia de juicio.”*⁴⁹

⁴⁹ Agrega el Art. 156 bis de la ley N° 20.255 que: “Se presumirá que no tienen carácter autónomo aquellas personas que en cualquier momento, dentro de los últimos dieciocho meses:

a) Mantuvieron cualquier vinculación, interés o dependencia económica, profesional, crediticia o comercial, de una naturaleza y volumen relevantes, de acuerdo a lo que señale la norma de carácter general a que se refiere este artículo, con las personas indicadas en el inciso anterior; b) Fueren cónyuge o tuvieron una relación de parentesco hasta el segundo grado de consanguinidad o primer grado de afinidad, con las personas indicadas en el inciso anterior; c) Hubiesen sido socios o accionistas que hayan poseído o controlado, directa o indirectamente, 10% o más del capital, directores, gerentes, administradores o ejecutivos principales, de entidades que hayan prestado servicios jurídicos o de consultoría, por montos relevantes conforme lo que señale la norma de carácter general a que se refiere

A este respecto, podemos señalar que el hecho que los directores independientes sean los elegidos sin los votos del accionista controlador supone que puede existir una pugna entre éste y los accionistas minoritarios. En Estados Unidos se consideran directores independientes a aquellos que no tienen con el controlador ningún otro vínculo que no sea la remuneración que reciben por su participación en el directorio. Perfectamente pueden haber directores independientes nombrados por el controlador siempre que no posean un vínculo distinto a su sueldo del directorio. Incluso en Chile, hay muchos ejemplos de personas que han sido nombradas con los votos del accionista controlador y que sólo mantienen como nexo la dieta que reciben por su participación en el directorio y que significan un importante aporte a la compañía.

El resguardo de la independencia de los directores no está necesariamente sujeto a que sea el accionista controlador quien los nombre, sino por los vínculos que mantengan con éste. Lo relevante no es quien nombra al director sino la verdadera situación existente entre el director y quien lo elige. Puede ocurrir que un director no sea nombrado por el controlador y que mantenga mucho más nexos con él que uno elegido directamente. Este concepto más amplio de independencia es el que considera la Ley Sarbanes Oxley y la Comisión de Seguros y Valores en Estados Unidos.

No cabe duda que la existencia de los directores independientes es beneficiosa para los accionistas minoritarios y significan un resguardo frente a operaciones con personas relacionadas aprobadas por el directorio. Además, frente a la gran concentración que existe en la propiedad de las AFP, la existencia de los directores independientes permite alinear los incentivos de los dueños de la administradora con los

este artículo, o de auditoría externa, a las personas indicadas en el inciso anterior, y d) Hubiesen sido socios o accionistas que hayan poseído o controlado, directa o indirectamente, 10% o más del capital, directores, gerentes, administradores o ejecutivos principales, de entidades que provean de bienes o servicios por montos relevantes a la Administradora de acuerdo a lo que señale la norma de carácter general a que se refiere este artículo.

Para efectos de lo dispuesto en el inciso segundo de este artículo, se considerará que tienen el carácter de autónomo aquellas personas que integren el directorio de la Administradora en la calidad de director independiente, conforme a lo establecido en la ley N° 18.046.

Para poder ser elegidos como directores autónomos, los candidatos deberán ser propuestos por los accionistas que representen el 1% o más de las acciones de la sociedad, con al menos diez días de anticipación a la fecha prevista para la junta de accionistas llamada a efectuar la elección de los directores.

de los fondos de pensiones que administran y de propiedad de los millones de trabajadores que cotizan en ellos obligatoriamente. Lo anterior es válido; sin embargo, no es una regla absoluta y, eventualmente, la búsqueda de la independencia puede afectar el rendimiento de la empresa.

El decreto ley N° 3.500 sanciona a los directores que falten a sus deberes de lealtad en el cumplimiento de sus funciones e incluso hace extensiva estas sanciones a cualquier persona que en razón de su cargo o funciones dentro de una AFP pueda dañar a los fondos de pensiones, estableciendo sanciones penales y la obligación de indemnizar perjuicios.⁵⁰

b) Normas sobre conflictos de interés.

A diferencia de la regulación establecida en la ley de sociedades anónimas y en la ley de mercado valores, el decreto ley 3.500 trata expresamente el tema de los conflictos de interés en sus Arts. 147 y siguientes.⁵¹

La regulación de los conflictos de interés en el DL 3.500 está estrechamente relacionada con la inversión de los fondos de pensiones que efectúa la sociedad administradora. En esta materia, además de la regulación establecida en la ley, la Superintendencia de Pensiones (SP) mantiene un estricto control sobre la administradora (AFP) y sus ejecutivos.⁵²

La ley obliga a las AFP a efectuar todas las gestiones necesarias para cautelar la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad en las inversiones de los Fondos que administran, debiendo atender exclusivamente al interés de los mismos.

⁵⁰ Artículos 158 y 159 del DL 3.500.

⁵¹ La Ley N° 19.301 de 19 de marzo de 1994, entre otras modificaciones al DL 3.500, introdujo el Título XIV "De la Regulación de los Conflictos de Intereses".

⁵² Entre otras normas dictadas por la Superintendencia de AFP, la Circular N° 1285 de la SAFP, establece normas que regulan expresamente los conflictos de interés que pueden presentarse en la inversión de los fondos de pensiones.

Además se establece que las AFP responderán hasta de la culpa leve por los perjuicios que causaren a los Fondos por el incumplimiento de cualquiera de sus obligaciones y que deberán indemnizar a los Fondos que administran los perjuicios que puedan causarles ellas, sus directores, dependientes o personas que les presten servicios.

En este aspecto, el DL 3.500 establece como función de los directores de una AFP pronunciarse siempre respecto de aquellas materias que involucren conflictos de interés y especialmente en lo referido a políticas generales de inversión de los recursos de los Fondos de Pensiones; políticas respecto a las transacciones con recursos de los Fondos, con personas relacionadas a la Administradora; políticas y votación de la AFP en la elección de directores en las sociedades cuyas acciones hayan sido adquiridas con recursos de los fondos de pensiones, proposiciones de Pensiones; y proposiciones para la designación de auditores externos, entre otros.⁵³

El Art. 152 del DL 3.500 prohíbe a las AFP invertir en los mismos instrumentos en que se invierten los fondos de pensiones. Asimismo, los directores y ejecutivos de una AFP y sus cónyuges, deben informar a la Superintendencia de AFP respecto de las transacciones que efectúen. El control efectuado por la SAFP se efectúa principalmente a través de la obligación de los directores y ejecutivos principales de informar respecto de las inversiones que efectúan y las sociedades en que participan, además de sus propios estudios al respecto.

Los directores y ejecutivos de las AFP deben informar a la SP toda transacción, ya sea compra o venta, que efectúen ellos, sus cónyuges o sociedades en las que tengan más del 10% de la propiedad. Además, se establecen restricciones para la compra o venta de activos dentro de un período determinado en el caso de que la AFP se pueda beneficiar del precio del activo, producto de una información privilegiada.

El incumplimiento de estas obligaciones por parte de la AFP o de sus ejecutivos, es castigado severamente en el DL 3.500 que establece sanciones penales⁵⁴ y

⁵³ Art. 157 del DL 3.500.

⁵⁴ El Art. 159 del DL 3.500 dispone: Sufrirán las penas de presidio menor en su grado medio a presidio mayor en su grado mínimo, los directores, gerentes, apoderados, liquidadores, operadores

administrativas (multas, censura, amonestación), éstas últimas impuestas por la SP.⁵⁵ La ley hace solidariamente responsables a los directores y apoderados de una Administradora de las multas que se les impongan.

Por otra parte, la regulación vigente respecto de la regulación de los conflictos de interés establece que los auditores externos están obligados a pronunciarse sobre todos los sistemas de registro y control que establecen las AFP.⁵⁶

c) Inversión de los Fondos de Pensiones.

En primer lugar, cabe hacer presente que la ley distingue claramente respecto del patrimonio de los Fondos de Pensiones y el de la sociedad anónima que los administra. El Art. 33 del DL 3.500 dispone que “Cada Fondo de Pensiones es un patrimonio independiente y diverso del patrimonio de la Administradora, sin que ésta tenga dominio sobre aquellos.”

La única fuente de financiamiento que tienen las AFP es la comisión mensual que cobran a sus afiliados activos, razón por la cual podría pensarse que no tienen interés en la rentabilidad de los fondos de pensiones que administran.

de mesa de dinero, y trabajadores de una Administradora de Fondos de Pensiones que en razón de su cargo o posición, y valiéndose de información privilegiada de aquélla que trata el Título XXI de la ley N° 18.045.

- a) Ejecuten un acto por sí o por intermedio de otras personas, con el objeto de obtener un beneficio pecuniario para sí o para otros, mediante cualquier operación o transacción de valores de oferta pública;
- b) Divulguen la información privilegiada, relativa a las decisiones de inversión de cualquiera de los Fondos a personas distintas de las encargadas de efectuar las operaciones de adquisición o enajenación de valores de oferta pública por cuenta o en representación del Fondo.

Igual pena sufrirán los trabajadores de una Administradora de Fondos de Pensiones que, estando encargados de la administración de la cartera y, en especial, de las decisiones de adquisición, mantención o enajenación de instrumentos para cualquiera de los Fondos y la Administradora respectiva, ejerzan por sí o a través de otras personas, simultáneamente la función de administración de otra cartera de inversiones, y quienes teniendo igual condición infrinjan cualquiera de las prohibiciones consignadas en las letras a), c), d) y h) del artículo 154.

⁵⁵ Art. 94 del DL 3.500.

⁵⁶ Art. 150 del DL 3.500.

La ley obliga a las AFP a participar en el riesgo de las inversiones que realizan y establece que los fondos deben mantener una rentabilidad mínima (rentabilidad promedio del sistema,...) haciendo responsable a la sociedad administradora si no cumple con esta obligación. Para garantizar esta rentabilidad en cada fondo⁵⁷ debe existir un “Encaje”, que debe invertirse en cuotas del mismo fondo.⁵⁸ Este activo equivale al uno por ciento de cada fondo que administran las AFP y se invierte en los mismos instrumentos en que se encuentran invertidos los fondos de pensiones.⁵⁹

De esta manera, los dueños de la sociedad administradora deben compartir el riesgo de las inversiones que efectúan con los fondos de los afiliados al sistema de pensiones. Lo anterior apunta a eliminar los conflictos de interés en las decisiones de inversión, con el fin de que los administradores se avoquen a obtener la máxima la rentabilidad del fondo de pensiones, lo que también redundará en su propio beneficio.

A continuación revisaremos algunos de los aspectos principales que regulan la inversión de los Fondos de Pensiones por parte de las AFP, los que se encuentran principalmente en el DL 3.500 de 1980.

En primer lugar, cabe destacar que de acuerdo al Art. 45 del DL 3.500 las inversiones que se efectúen con los recursos de los fondos de pensiones tendrán como único objetivo la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad, agregando que 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.⁶⁰

⁵⁷ El Art. 91 de la Ley N° Ley N° 20.255, de 17 de marzo de 2008, que establece la Reforma Previsional, eliminó la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad que antes establecía el Art. 42 del DL 3.500.

⁵⁸ Art. 37, 38, 39 del DL 3.500.

⁵⁹ Art 40 del DL 3.500.

⁶⁰ Un ejemplo de cómo las AFP defienden los intereses de los fondos de pensiones, se encuentra en la negociación de modificación de las cláusulas de los bonos adquiridos con recursos de los fondos de pensiones, exigiendo una compensación económica por el potencial mayor riesgo de crédito que se incurriría al modificar determinadas cláusulas de los contratos, en casos como: Sociedad Concesionaria Autopista del Bosque (2006); Securitizadora Interamericana (2005); Guacolda S.A. (2006).

Asimismo, este artículo regula la forma en que deben invertirse los fondos de pensiones estableciendo límites de inversión por tipo de instrumento financiero, de origen de la inversión nacional o extranjera, en renta fija o variable, ... según el tipo de fondo de que se trate (Fondos A, B, C, D, E).⁶¹

También se encuentran expresamente reguladas las condiciones y los límites en que una AFP puede invertir en títulos emitidos por personas relacionadas, y se encuentra expresamente prohibido invertir en títulos emitidos o garantizados por la sociedad administradora de un fondo.⁶²

Por otra parte, se establece que todas las transacciones de títulos efectuadas con los recursos de un Fondo de Pensiones deberán hacerse en un mercado secundario formal.⁶³

Los instrumentos en que pueden invertir las AFP deben estar aprobados por la Comisión Clasificadora de Riesgo.⁶⁴

Como podemos apreciar la ley resguarda los intereses de los afiliados al sistema de pensiones y, además, encarga a la Superintendencia de AFP la fiscalización de las sociedades administradoras, siempre en defensa de los intereses de los afiliados.

Un ejemplo reciente de las facultades fiscalizadoras de la SP es el caso del denominado "Oficio Berstein", que enfrentó a la ex SAFP y las administradoras, por cuanto la autoridad estimó que las AFP se habían excedido en los límites de inversión

⁶¹ La ley permite una mayor exposición en renta variable dependiendo del tipo de Fondo. Así el Fondo A permite invertir un mayor porcentaje en renta variable, hasta el Fondo E que sólo invierte en instrumentos de renta fija.

⁶² Art. 47 bis del DL 3.500.

⁶³ Art. 48 del DL 3.500.

⁶⁴ Art. 99 del DL 3.500.

permitidos por la ley en renta variable en algunos de los fondos que administran, fijándoles plazos para ajustar sus carteras a los límites legales.⁶⁵

Desde hace varios años estamos viendo como las AFP se han organizado, actuando en bloque en las juntas de accionistas en que participan, con el objetivo de imponer sus puntos de vista y en lo posible, apuntan a designar a alguno de los integrantes del directorio. En los últimos años las AFP han intentado rebajar las dietas o remuneraciones de los directores en las juntas de accionistas a las que asisten. Este tema ha generado ásperas disputas con los miembros de los directorios, pues se propone que existan límites para estos pagos de acuerdo a estándares internacionales, pero se ha encontrado con la resistencia de directorios designados por los accionistas controladores.

Las AFP buscan terminar con vicios como el que a los directores se les pague una dieta extra por cada una de las filiales en las que se desempeñan. Este es un tema no menor, considerando que el pago de las remuneraciones a los directores es la única decisión financiera de la empresa que pueden tomar los accionistas minoritarios.⁶⁶

Esta verdadera cruzada de las AFP no busca rebajar las remuneraciones de los directores, sino que lo que su objetivo es remunerarlos en función del real aporte

⁶⁵ El Oficio N° 16.373 de la Superintendencia de AFP (2007), también denominado “Oficio Bernstein”, instruyó a las AFP que, en el plazo de un año, debían ajustar sus carteras a los límites de inversión establecidos en la ley, eliminando los excesos de inversión. Esta orden de la autoridad implicaba que debían liquidarse forzosamente en el mercado una cantidad importante de instrumentos financieros, lo cual en opinión de algunas Administradoras sería perjudicial para los fondos de pensiones pues los títulos bajarían su cotización. En este tipo de situaciones habitualmente las AFP tendían a actuar en conjunto y unidas enfrentaban a la autoridad. En esta oportunidad, la única AFP que recurrió de protección en contra del Oficio de la Superintendencia fue AFP Habitat, por estimar que ésta se extralimitó en su interpretación del DL 3.500 más allá de sus atribuciones legales, con lo cual se estaban vulnerando los derechos y la rentabilidad de los fondos de pensiones de sus afiliados (y tal vez porque era una de las que se veía más afectada por esta disposición de la autoridad. En este caso puntual, podría decirse que se manifestaron “intereses encontrados” de parte de algunas AFP que si bien podían compartir la opinión de AFP Habitat, privilegiaron sus intereses comerciales, por Ej. en el caso de una AFP cuyos fondos no estaban tan excedidos en los límites de inversión, pero sus rentabilidades eran inferiores a las de las AFP que si estaban en esta situación. Finalmente, la Corte de Apelaciones de Santiago rechazó el recurso de protección, fallo ratificado por la Corte Suprema en abril de 2008.

⁶⁶ El tema de la política de remuneraciones se ha hecho presente por las AFP en las juntas de accionistas de Cristalerías de Chile, BCI, La Polar, CCU, Cementos, entre otras.

efectuado a la empresa, buscando las formas más justas de evaluar a los miembros de las mesas directivas.

A este respecto, no es fácil determinar si los directores se preparan para asistir a las sesiones. Por ejemplo, una encuesta reveló que el 60% de los directores consultados reconoció no dedicar más de uno o dos días al mes a su función y la mitad no analizaba la información recibida antes de las reuniones.

Otro punto de acuerdo entre las AFP es que los directores elegidos con sus votos, no deben permanecer más de seis años en sus cargos y que no sean elegidos en más de dos directorios, ni que se reelijan directores que hayan sido anteriormente votados por los controladores. Tampoco se quiere que ex ejecutivos se conviertan en directores por la relación que éstos pudieran haber creado con los dueños de la sociedad.

Todas las políticas que se han autoimpuesto las AFP en lo referido a la elección de directores tiene como objetivo optimizar el ejercicio de sus derechos de voto en las juntas de accionistas con el fin de maximizar el número de directores elegidos por ellas y con esto ganar una mayor representatividad en los directorios.

En general, las AFP están manifestando en las Juntas de Accionistas de las empresas en que invierten su preferencia por la implementación de políticas generales conducentes a mejorar la calidad del gobierno corporativo, lo que influye en la creación sustentable de valor en la empresa.

La ley que establece la Reforma Previsional (20.255) incorporó un artículo al DL. 3500 que obliga al directorio de las AFP a elaborar políticas de inversión para los Fondos de Pensiones que administran y una política de solución de conflictos de interés.⁶⁷

⁶⁷ El Art. 91 de la Ley N° 20.255, incorporó un nuevo artículo 50 al DL 3.500 de 1980.

Una copia de la política de solución de conflictos de interés deberá informarse a la Comisión de Usuarios⁶⁸ y a la Superintendencia de Pensiones, además, deberá publicarse en su sitio web.

De acuerdo al mandato legal antes referido, 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 que puedan afectar a los directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales de la Administradora; 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.

Asimismo, se obliga a las AFP a constituir en sus directorios un Comité de Inversión y de Solución de Conflictos de Interés, con las siguientes funciones principales: a) Supervisar el cumplimiento de las políticas de inversión elaboradas y aprobadas por el directorio, las que deberán ser compatibles con lo establecido en las políticas de solución de conflictos de interés; b) Revisar los objetivos, las políticas y procedimientos para la administración del riesgo de las inversiones de los Fondos de Pensiones; c) Elaborar la política de solución de conflictos de interés y proponerla al directorio de la Administradora para su aprobación y supervisar el adecuado cumplimiento de la misma; d) Evacuar un informe anual al directorio respecto de las materias antes referidas, el cual deberá contener una evaluación sobre la aplicación y cumplimiento de estas políticas.

Este Comité de Inversión y de solución de Conflictos de Interés deberá estar integrado por tres directores de la Administradora, dos de los cuales deberán tener el carácter de autónomo, uno de los cuales lo presidirá.⁶⁹

⁶⁸ Organismo creado por la Ley N° 20.255, en su Art. 43, compuesto por un representante de los trabajadores, uno de los pensionados, uno de las instituciones públicas y uno de las entidades privadas del Sistema de Pensiones y un académico universitario, cuya función es informar a la Subsecretaría de Previsión Social y a otros organismos públicos del sector, sobre las evaluaciones que sus representados efectúen sobre el funcionamiento del sistema de pensiones y proponer estrategias de educación y difusión del sistema.

⁶⁹ Nuevo Art. 50 del DL 3.500.

La ley sobre Reforma Previsional estableció nuevos requisitos para las inversiones de las AFP. El Art. 167 de esta ley (20.255) creó el Consejo Técnico de Inversiones, un organismo de carácter permanente cuyo objetivo será efectuar informes, propuestas y pronunciamientos respecto de las inversiones de los Fondos de Pensiones, con el objeto de lograr una adecuada rentabilidad y seguridad para los Fondos.

Por otra parte, esta misma ley (Art. 155 DL 3.500) dispone que los directores de empresas elegidos por votos otorgados por las AFP deben estar inscritos en un Registro que al efecto llevará la Superintendencia de Pensiones.⁷⁰ Además, las AFP no pueden votar para directores por personas que no se consideren independientes de acuerdo a la Ley de Sociedades Anónimas.

Este último punto, si bien podría contribuir a la transparencia en la designación de los directores por parte de las AFP, no aparece como un tema fundamental para éstas que en los últimos años han desarrollado políticas conjuntas para fijar los requisitos que deben reunir los directores que se elijan con sus votos. A modo de ejemplo, se ha contratado a una consultora de recursos humanos, para que se encargue de entrevistar a los mejores profesionales.

Incluso desde antes de las nuevas exigencias en cuanto a la elección de directores establecidas por la Reforma Previsional, las AFP se han preocupado que los directores que se elijan con sus votos, además de aportar sus conocimientos y experiencia en un negocio específico, contribuyan a mejorar las prácticas de gobiernos corporativos al interior de las compañías. Asimismo, se buscan personas con la capacidad de trabajar junto al directorio para contribuir al desarrollo de la compañía pero con el carácter suficiente para defender los intereses de los accionistas minoritarios frente a los controladores.

Este perfil se basa en que un director que representa a una AFP no sólo representa a la AFP o accionista que lo eligió sino que detrás se encuentra el interés de los millones de trabajadores que cotizan en las administradoras y cuyas pensiones

⁷⁰ La ley 20.255 reemplaza la Superintendencia de AFP por la Superintendencia de Pensiones.

dependen de los buenos resultados de la empresa, lo que conlleva una gran responsabilidad.

3) Consideraciones finales.

La sociedad anónima ha tenido gran trascendencia en la economía mundial, permitiendo la formación de grandes capitales captados de múltiples accionistas que ven una oportunidad de obtener una ganancia a través de la venta de sus acciones. La participación de las personas en las sociedades anónimas se masifica rápidamente en todo el mundo, situación motivada entre otras razones por el hecho que los accionistas limitan su riesgo de inversión, al responder sólo hasta el monto de sus aportes.

Acorde con lo anterior, debemos resaltar el rol de los pequeños inversionistas, sea que participen en grandes sociedades o en pequeñas compañías, puesto que para desarrollar ambas empresas, los socios fundadores, los mayoritarios o en mejores términos la sociedad en si misma, necesita recursos del publico inversionista con el fin de renovar activos, desarrollando de esta forma la empresa social.

Además cabe mencionar que la participación de los pequeños accionistas en un número considerable es una clara expresión de la teoría de la dispersión de los riesgos de mercado y la posibilidad de canalizar el ahorro privado al fomento de la empresa nacional.

De lo anterior, se desprende la necesidad de contar con un conjunto de regulaciones acordes con el desarrollo global de la economía, que protejan a los pequeños inversionistas de los eventuales abusos de quienes controlan o administran las empresas donde invierten, toda vez que una falta o la poca protección en este sentido evidentemente desmotiva la participación de estos actores en el mercado de capitales.

En este mismo orden de ideas, claramente los inversionistas institucionales como las AFP, que tienen un carácter más profesionalizado en la administración e inversión de recursos, se encuentran en una mejor situación que los pequeños accionistas individuales. Sin duda que el factor fundamental en esta diferencia está marcado por la capacidad de recursos de que se disponen para defender sus intereses.

Así, por un lado se encuentran los pequeños accionistas no institucionales que invierten individualmente en acciones de una compañía, los que frente a un conflicto con el accionista mayoritario o con la administración, no presentan una mayor capacidad de reacción pues, la falta de organización y muchas veces de profesionalismo en la administración de sus inversiones, los hace mucho más vulnerables. Por otro lado, encontramos a los inversionistas institucionales, los que profesionalmente se dedican a administrar recursos financieros de terceros, con derechos y obligaciones establecidos en la ley, con una capacidad de reacción para oponerse a una situación de conflictos de interés que les pueda afectar negativamente, que les permite defender adecuadamente a sus clientes o afiliados.

A partir del análisis efectuado en los puntos anteriores, no cabe duda que las reglas de gobiernos corporativos son más estrictas para las AFP, por tratarse de sociedades especiales y tremendamente reguladas, lo que en algunos casos implica que el legislador les exige estándares muy superiores que al resto de las sociedades anónimas, situación que debería servir como modelo para extender estas regulaciones al resto de las sociedades anónimas abiertas.

Como hemos podido apreciar, la normativa que regula a los Fondos de Pensiones y a las AFP, es extremadamente rigurosa y estricta. Pareciera que estos rigurosos controles son eficientes en la regulación de los conflictos de interés y en la protección de los derechos de los afiliados al Sistema de Pensiones. Un ejemplo concreto de cómo la normativa sobre conflictos de interés del DL 3.500 es adecuada, lo encontramos en el bullado caso Inverlink hace algunos años. En esa oportunidad, producto de los malos negocios efectuados por los ejecutivos de ese grupo económico chileno, muchas personas, clientes e inversionistas del grupo, bancos, fondos mutuos, e incluso la Corfo, resultaron afectados y perdieron sus ahorros. No obstante lo anterior, los estrictos controles establecidos por el DL 3.500 impidieron que los afiliados a la AFP Magíster, relacionada al grupo Inverlink, se vieran afectados por la pérdida de sus ahorros, destinados a financiar sus futuras pensiones.

No obstante las importantes regulaciones antes señaladas, la eliminación absoluta de los conflictos de interés, incluso al interior de las AFP, es bastante difícil. Uno de los

factores que más puede incidir en situaciones de conflictos de interés al interior de las AFP, se relaciona con la marcada concentración en la propiedad de las mismas, principalmente cuando éstas pertenecen a grandes grupos económicos que a su vez son dueños de bancos u otras empresas en las cuales las AFP deban invertir los fondos de pensiones.⁷¹

Es un hecho que los conflictos de interés están presentes y existen varias soluciones para abordarlos. Una alternativa es forzar una mayor desconcentración en la propiedad de las AFP, lo que sería poco recomendable puesto que incentivaría la existencia de pactos de accionistas que pueden llegar a ser incontrolables para la autoridad. Otra posibilidad es la autorregulación de las propias sociedades a través de Códigos de Ética autoimpuestos y difundidos al mercado, este es un camino largo y difícil, de muy lenta incorporación en nuestro país. También es posible avanzar en la línea de lo que se está haciendo en Estados Unidos, donde cada vez son más habituales los departamentos de “Compliance” que cumplen una función similar a una policía interna que se avoca a controlar el cumplimiento de normas legales y procedimientos internos. Los departamentos de compliance están adquiriendo relevancia y han proliferado después de la Ley Sarbanes Oxley. Esta última alternativa es cara, no siempre eficiente y apunta a la creación de procesos de control que no necesariamente logran alinear correctamente los incentivos al interior de las compañías.

En consecuencia, inevitablemente la solución al tema de los conflictos de interés pasa por una adecuada y estricta regulación legal, la que si bien difícilmente podrá erradicarlos definitivamente, puede controlarlos satisfactoriamente para los intereses de todas las partes al interior de una sociedad anónima.

⁷¹ Un ejemplo de lo anterior es el caso de la venta de Telefónica Móvil. En esa oportunidad, las AFP tenían una participación minoritaria en la propiedad de Telefónica-CTC Chile, pero su voto era fundamental para que se aprobara la venta. Al momento de la operación, el accionista controlador de AFP Provida era BBVA España, entidad cuyo principal accionista era Telefónica España, a su vez controlador de Telefónica CTC Chile. Evidentemente que al momento de tomar la decisión de aceptar la oferta que hacía Telefónica España para comprar Telefónica Móvil, el directorio de AFP Próvida debe haberse visto enfrentado a la conflictiva decisión de si debía favorecer a los Fondos de Pensiones que administraba, buscando un mayor precio por la operación, o bien si favorecía los intereses de su controlador indirecto (Telefónica España) y buscaba un precio menor para la operación, esto último a costa de un menor retorno para los afiliados al sistema previsional.

**La regulación de los conflictos de interés de los directores
como una medida de protección a los accionistas minoritarios
en la sociedad anónima.**

CAPÍTULO V

ANÁLISIS DE CASOS.

En este quinto capítulo y a través del análisis de casos prácticos se busca responder la pregunta si la actual regulación legal de los conflictos de intereses se ajusta a la realidad contingente. Para tal efecto analizaremos algunos casos en que se han visto enfrentados los conflictos de interés de los directores y/o los accionistas controladores con los accionistas minoritarios.

1) El caso “Chispas”.

Sin duda que el caso más emblemático en Chile referido al enfrentamiento de conflictos de intereses entre los administradores de una sociedad y sus accionistas es el denominado “Caso Chispas” que, con ocasión de la entrada a la empresa Enersis S.A. de un nuevo socio, enfrentó a sus ejecutivos principales con la sociedad y sus accionistas.

a) Antecedentes.

La empresa Enersis S.A. nació en 1987 producto de la privatización de la Compañía Chilena Metropolitana de Distribución Eléctrica S.A. (Chilectra Metropolitana S.A.), dedicada a la generación y distribución de energía eléctrica. La compañía tuvo un fuerte crecimiento producto de la buena administración de sus ejecutivos principales (Gestores Clave), incrementando varias veces su valor de mercado entre los años 1990 y

1997, expandiéndose con éxito a países como Argentina, Perú, Colombia y Brasil, transformándose en la empresa más importante del sector eléctrico latinoamericano.

La fuerte expansión de la compañía la obligó a endeudarse para financiar sus nuevos negocios. El 50% de su patrimonio estaba compuesto por deudas con bancos y tenedores de bono, comprados especialmente por las AFP chilenas, las que ya tenían prácticamente copados los límites de inversión permitidos por la ley.

Este fuerte endeudamiento limitaba las posibilidades de expansión en Latinoamérica, razón por la cual se hacía necesario incorporar a un nuevo socio a la compañía con la capacidad financiera para financiar los nuevos proyectos de la empresa. En este escenario, una empresa extranjera, Endesa España, con afanes de expandirse en la región, se interesó en formar una alianza estratégica con Enersis.

i) Las Sociedades Chispas.

En 1987, un grupo de ejecutivos y empleados de la ex Chilectra Metropolitana S.A., decidieron entrar a la propiedad de la empresa en que trabajaban (Enersis), invirtiendo las indemnizaciones que recibirían producto de la privatización de la empresa por parte del Estado. Para tal efecto crearon las Sociedades Chispas, un conjunto de cinco sociedades anónimas de inversión: Compañía de Inversiones Luz S.A., Compañía de Inversiones Luz y Fuerza S.A., Compañía de Inversiones Los Almendros S.A., Compañía de Inversiones Chispa Uno S.A. y Compañía de Inversiones Chispa Dos S.A. El único activo de estas sociedades de inversión eran las acciones de Enersis.

El capital de estas sociedades estaba conformado por acciones serie A y B, teniendo cada una de éstas grandes diferencias entre sí, tanto en la propiedad accionaria como en los derechos políticos que otorgaban. Los Gestores Clave en conjunto, poseían solamente un 0,06% de la propiedad de las Sociedades Chispas a través de las acciones serie B, no obstante lo cual detentaban el control y la administración, por su parte, los accionistas de la serie A sólo recibían los dividendos que generaba su inversión.

La principal diferencia en los derechos políticos de estas sociedades radicaba en el número de directores que cada una de las series podía elegir. De acuerdo a los

estatutos, en la sociedad de Inversiones Luz S.A. cada una de las series podía elegir a cuatro de los ocho miembros del directorio. En el resto de las sociedades, la serie B elegía a cuatro de los nueve directores y las acciones serie A elegían a los otros cinco.

ii) Los Gestores Clave y el esquema de control.

El grupo de Gestores Claves conformado por José Yuraszeck (Gerente General de Enersis), Luis Fernando Mackenna (Presidente del Directorio de Enersis), Marcos Zylberberg (Gerente General de Chilectra S.A., filial de Enersis), Marcelo Brito (Subgerente General de Enersis), Arsenio Molina (Gerente de Desarrollo de Enersis), Eduardo Gardella (Gerente Contralor de Enersis) y Alfonso Torrealba Ugarte (Gerente General de Edesur S.A., filial de Enersis), a mediados del año 1997 detentaba el 100% de la propiedad de las acciones serie B de las Sociedades Chispas. Estas personas participaban en todos los directorios de las Sociedades Chispas y, además, ocupaban altos cargos ejecutivos en Enersis.

La buena gestión de los Gestores Clave les permitió obtener la confianza del resto de los accionistas de Enersis y, según se indicó en los contratos suscritos con Endesa España, detentaban el “esquema de control”. En realidad, de acuerdo a los estatutos de la época, ningún accionista podía tener más del 32% de la propiedad de la sociedad, por lo tanto no era posible elegir a la mayoría del directorio y con ello obtener el control de la empresa. En definitiva, este “esquema de control” que detentaban estos ejecutivos era bastante precario, sin embargo, sumado al control que ejercían en las Sociedades Chispas, las que en conjunto poseían el 29% de la propiedad de Enersis, constituían un buen negocio para Endesa España y que le permitía tomar el control sobre la empresa. Por su parte, los Gestores Clave realizaron la denominada “Operación del Siglo”⁷² obteniendo importantes beneficios para si mismos y en desmedro de los demás accionistas de la compañía.

b) La Operación del Siglo.

El 30 de julio de 1997, José Yuraszeck, Gerente General de Enersis, informó al Directorio respecto de conversaciones sostenidas con Endesa España con miras a estructurar una alianza estratégica destinada a materializar inversiones conjuntas en el

⁷² Así fue denominado este caso en la prensa de la época.

sector eléctrico latinoamericano. Según se indicó, la alianza se realizaría a través de una nueva sociedad llamada "Endesis", con un capital de mil millones de dólares, del que Endesa España participaría con 55% del capital y Enersis con un 45%. Una comisión constituida por los directores independientes Felipe Montt Fuenzalida y Rodrigo Errázuriz Ruiz-Tagle, de la que se había excusado el Presidente, Luis Fernando Mackenna Echaurren había recomendado la aprobación de la operación, lo anterior, conforme a los procedimientos diseñados por el Directorio para la aprobación de transacciones entre partes relacionadas.

El Directorio resolvió aprobar la materialización de esta alianza estratégica entre Enersis y Endesa España, y facultar al Gerente General para negociar y firmar, en representación de la empresa, todos los documentos necesarios para el debido cumplimiento de este acuerdo, y para informar la alianza a la Superintendencia de Valores y Seguros una vez suscrita.

En virtud de los poderes otorgados por el Directorio, José Yuraszeck suscribió con Endesa España el contrato de alianza estratégica (02.08.1997). Adicionalmente y sin conocimiento del Directorio de Enersis, firmó otros contratos adicionales en virtud de los cuales vendía a Endesa España el "esquema de control" que el grupo de Gestores Clave tenía sobre la empresa.

Pocos días después (05.08.1997), Elesur S.A., la filial chilena de Endesa España, informó al público su intención de tomar el control de las Sociedades Chispas (mediante la compra de las acciones serie B) y también una oferta pública de acciones (OPA) para adquirir el control sobre las acciones serie A de estas mismas sociedades, sin señalar un límite o monto máximo a adquirir. Esta OPA diferenciaba las acciones de la serie A que estaban en poder de empleados de Enersis, otorgando un precio menor a las acciones de esta serie que eran de propiedad del público en general.

Anteriormente, el 2 de agosto, José Yuraszeck había suscrito un contrato de compraventa por el 51% de las acciones serie B de las Sociedades Chispas, sujeto a la condición que Endesa España declarara exitosa la OPA por las acciones de la serie A. Esta operación reportaría a los Gestores Clave casi doscientos cincuenta millones de dólares.

En esa misma oportunidad, los Gestores Clave firmaron con Endesa España otro contrato de promesa de compraventa por el 49% de las acciones de la serie B de las Sociedades Chispas, por una suma cercana a los doscientos cincuenta y siete millones de dólares. Este precio se pagaría con acciones de Endesa España, en cinco cuotas anuales y una cuota adicional de sesenta millones de dólares, si las utilidades de Enersis entre los años 1997 y 2001 superaban los seiscientos millones de dólares.

Por último, los Gestores Clave también vendieron a Endesa España el “esquema de control” detentado por ellos a través de un contrato de gestión mediante el cual los ex ejecutivos se comprometían a mantener sus cargos en Enersis y traspasar gradualmente el control de la compañía en un plazo de cinco años. Los Gestores Clave conservaron para sí la facultad para oponerse a Endesa España si decidía poner término a los contratos de ejecutivos de la compañía, y frente a políticas de dividendos, inversiones y financiamiento.

Casi dos meses después de firmados los acuerdos (25.09.1997), José Yuraszeck entregó al Directorio de Enersis el texto del contrato de alianza estratégica firmado con Endesa España, sin informar de las negociaciones privadas efectuadas por los Gestores Claves.

El 10 de octubre de 1997, el Directorio de Enersis tomó conocimiento que Endesa España había informado a la SEC de Estados Unidos (símil de nuestra Superintendencia Valores y Seguros) los detalles del contrato de alianza estratégica, dentro de los cuales se incluían los acuerdos firmados con los Gestores Claves y que hasta ese momento eran desconocidos en Chile.

Ante esta situación, el Directorio de Enersis determinó que el Gerente General se había extralimitado en los poderes otorgados para la celebración del contrato y decidió cesarlo en sus funciones. Asimismo, se sustituyó a Luis Fernando Mackenna, Presidente del Directorio.

No obstante lo anterior y, atendido el interés de las partes, la alianza estratégica entre Endesa España y Enersis igualmente se materializó. Sin embargo, dado que la

eléctrica española estaba interesada en el control de la compañía y tan sólo contaba con el 29,06% de su propiedad, a través de las acciones adquiridas a las Sociedades Chispas, logró modificar los estatutos para eliminar el límite de propiedad por parte de un accionista de 32%. Para hacerse del control de Enersis tuvo que efectuar dos OPAS, e invertir casi tres mil seiscientos millones de dólares adicionales.

En este caso las AFP no tuvieron una participación activa, motivado fundamentalmente por el hecho que los traspasos de acciones en condiciones desventajosas se produjeron en las sociedades Chispas, en las cuales las AFP no tenían participación o, en algún caso muy puntual, una participación muy minoritaria por parte de una administradora.

Sin perjuicio de esto, las AFP criticaron la actuación de los Gestores Clave, citaron a una junta extraordinaria de accionistas de Enersis y manifestaron sus inquietudes a la SVS, y fueron factores clave para que Endesa España modificara los términos de su plan de adquisición de la compañía, en beneficio de los accionistas minoritarios.

Por otra parte, como los Gestores Clave perdieron el “esquema de control” que tenían en Enersis, se resciliaron el contrato de gestión y el contrato de promesa de compraventa por el 49% de las acciones serie B de las Sociedades Chispas suscrito con Endesa España, el cual se sustituyó por otro contrato de compraventa del 49% de las acciones serie B de las Sociedades Chispas por un precio de doscientos cincuenta millones de dólares.

c) Sentencia Judicial.

Conocidos los detalles de la operación del Caso Chispas, la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) sancionó con multas millonarias a los denominados Gestores Claves por infringir la Ley de Sociedades Anónimas al considerar que en las negociaciones con Endesa España, frente a los múltiples y evidentes conflictos de interés envueltos en la negociación, no se informó oportunamente a los órganos sociales respectivos del interés que tenían, ni se inhibieron o excusaron en aquellos actos que favorecían sus propios intereses, así como tampoco se abstuvieron en las ocasiones que

correspondían o solicitaron, en su caso, autorización para celebrar aquellos actos. De esta forma, confundieron sus intereses particulares con los de las sociedades en las que se desempeñaban como directores, en violación a su deber de observar las normas de proteger, con sus actuaciones, los intereses de tales sociedades. En consecuencia, respecto a la sociedad de su representación o en aquellas en que eran directores, no emplearon en el ejercicio de sus funciones, a lo menos, el cuidado y la diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios.^{73 74}

En esa oportunidad José Yuraszeck y Marcos Zylberberg fueron multados con seiscientas cincuenta mil unidades de fomento, Luis Fernando Mackenna con cuatrocientas mil unidades de fomento, Marcelo Brito y Arsenio Molina con doscientas mil unidades de fomento.

Los afectados reclamaron las multas ante los Tribunales de Justicia. En julio del año 2002, el Quinto Juzgado Civil de Santiago resolvió anular las multas impuestas por la Superintendencia de Valores y Seguros.⁷⁵

En el año 2004, la Corte de Apelaciones de Santiago en fallo unánime revocó la sentencia de primera instancia, confirmando los fundamentos legales invocados por la Superintendencia y restituyendo las multas.⁷⁶

Esta sentencia fue recurrida de casación en la forma y en fondo ante la Corte Suprema por los abogados de los ex ejecutivos de Enersis quienes alegaron que los jueces se pronunciaron sobre aspectos no sometidos a la consideración del Tribunal y que no eran efectivas las infracciones imputadas a los Gestores Claves, además, se

⁷³ Resoluciones Exentas de la Superintendencia de Valores y Seguros Nos. 351, 352, 353 de fecha 21 de noviembre de 1997 y Nos. 371, 372, 373 de 17 de diciembre de 1997. Estas multas superaban en su conjunto los sesenta millones de dólares.

⁷⁴ En lo referido al deber de cuidado de los directores de una sociedad, el Art. 41 de la Ley de Sociedades Anónimas (18.046) dispone que “Los directores deberán emplear en el ejercicio de sus funciones el cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios y responderán solidariamente de los perjuicios causados a la sociedad y a los accionistas por sus actuaciones dolosas o culpables”.

⁷⁵ Quinto Juzgado Civil, causa rol N° 4641-1997.

⁷⁶ Segunda Sala de la Corte de Apelaciones de Santiago, integrada por los ministros Cornelio Villarroel, Sonia Araneda y el abogado integrante Francisco Tapia; Rol de ingreso N° 3420-2000.

criticó que la Corte de Apelaciones había fundamentado su resolución en un documento presentado por la SVS cuando se alegó la causa.

Sentencia de la Corte Suprema.

La sentencia definitiva se dictó, en fallo dividido, por la Corte Suprema el 7 de julio de 2005.⁷⁷ En síntesis, ésta sostiene que los Gestores Clave privilegiaron sus intereses por sobre los de la empresa. Los argumentos de la sentencia, extractados y en sus partes pertinentes, que rechazan los recursos interpuestos son los siguientes:

Casación en la forma:

- Los recurrentes reclamaron judicialmente de la aplicación de las multas y, en subsidio, objetaron el monto de las mismas y solicitaron su rebaja. De acuerdo al Art. 30 del Decreto Ley N° 3.538 de 23 de diciembre de 1980, este reclamo debe tramitarse de acuerdo al juicio sumario.

- Los cargos formulados a los Gestores Claves en el fallo recurrido se basan en las siguientes conductas: "...múltiples y evidentes conflictos de interés envueltos en la compleja negociación llevada a efecto con... EE ...(Endesa España)... no informar oportunamente a los órganos sociales respectivos el interés que tenían, no inhibirse o excusarse en aquellos actos que favorecían sus intereses, así como tampoco abstenerse en las ocasiones que correspondía o solicitaron, en su caso, autorización para celebrar aquellos actos". "...confundir sus intereses particulares con los de las sociedades en las que se desempeñaban como directores, en violación a su deber de observar las normas de proteger los intereses de tales sociedades". "...no emplear en el ejercicio de sus correspondientes funciones, a lo menos, el cuidado y la diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios". También se formularon otros cargos, como "proponer modificaciones de estatutos y acordar emisiones de valores mobiliarios, presentar cuentas irregulares, informaciones falsas, en general, practicar actos ilegales o contrarios a los estatutos".

- "En el Considerado 47º... Lo que se reprochó de indebido a los reclamantes fue haber encubierto, bajo la forma de pago del precio de las acciones serie B de las Chispas, la retribución por los compromisos asumidos con EE. Eso era lo censurable y reprochable y

⁷⁷ Sentencia dictada por la Tercera Sala de la Corte Suprema, Rol de Ingreso N° 4261-2004.

no las preferencias de las acciones serie B"; y "En el considerando 48º se refiere a: i) comprometer el ejercicio de sus cargos directivos ... al servicio y en interés de solo (sic) uno de los accionistas, como contraprestación al pago de parte del precio; ii) comprometer el ejercicio de sus cargos directivos al obligarse anticipadamente a obrar de un modo previamente acordado con EE en retribución al pago del precio de las acciones".

- Los recurrentes señalan que la sentencia de la Corte de Apelaciones se extendió en infracciones o conductas respecto de las cuales no se formularon cargos por la SVS.
- En definitiva, la Corte Suprema rechaza el recurso de casación en la forma al considerar que la sentencia impugnada no se aparta del mérito del proceso, en cuanto se ciñe a lo previsto y decidido por la Superintendencia de Valores y Seguros en la Resolución reclamada, y a las reclamaciones formuladas; asimismo, resolvió que ésta no se extiende sobre materias no sometidas a la decisión del tribunal, por lo que no cabe más que concluir que no concurre la causal de nulidad formal alegada y; por ende, el recurso no puede prosperar.⁷⁸

Casación en el fondo:

Los recurrentes reclaman la existencia de varios errores de derecho, por infracción a diversas normas legales, que a continuación extractamos en sus partes más relevantes:

- Se acusa al fallo de haber incurrido en infracción a las leyes reguladoras de la prueba. Al respecto, la Corte determinó que no puede ponerse en duda la existencia de los cargos en contra de los Gestores Claves por parte de la SVS, por lo que su defensa se ha debido centrar en demostrar que esos cargos no son efectivos o que ellos son de menor gravedad que la que les fuera asignada por dicha autoridad, en términos de que los reclamantes o no son merecedores de sanción, o son acreedores de una pena de menor gravedad (Considerando 57º). Además señala que las Resoluciones reclamadas constituyen instrumentos públicos, que entrañan por lo tanto veracidad y que no vulneran disposiciones legales.

- Respecto de la alegación de los recurrentes respecto de que la sentencia de la Corte de Apelaciones vulnera normas referidas a la carga de la prueba, la Corte Suprema

⁷⁸ Considerando N° 19 de la sentencia de la Corte Suprema.

determinó que conforme al DL N° 3.538, corresponde al ente fiscalizador formular cargos y aplicar sanciones, de modo que en el juicio sumario en que se ventila la reclamación corresponde a la parte afectada con la sanción, desvirtuar los cargos o demostrar que las conductas imputadas no transgreden la normativa que le es aplicable, toda vez que, quien reclama es el que pretende alterar la situación jurídica existente (Considerando 59).

- Por otra parte, la defensa de los Gestores Claves señala que la SVS se habría excedido en sus facultades y transgredido el D.L. N° 3.538 y los Arts. 6 y 7 de la Constitución Política del Estado, pues estiman que la señalada Superintendencia no está facultada para sancionar a los accionistas de las sociedades anónimas y/o en comandita por acciones, ya que sólo puede hacerlo respecto de dichas sociedades. Además, habría actuado al margen de su competencia, al sancionar a los accionistas recurrentes por supuestas conductas constitutivas de conflictos de interés; por lo que actuó fuera de la competencia conferida por la Constitución y las leyes, infringiendo los Arts. 6 y 7 de la Carta Fundamental. A este respecto, el fallo sostiene que *“resulta difícil sostener que, en su calidad de personas naturales, no puedan ser sancionados por la Superintendencia, porque en verdad no lo fueron únicamente en calidad de tales, sino que porque actuaron en virtud de los cargos y posiciones que ocupaban en las empresas de que se trata. Agrega que no es posible postular que la SVS actuó al margen de su competencia y que la sentencia de segundo grado, al confirmar las resoluciones reclamadas, haya vulnerado los preceptos enunciados, puesto que los mismos reclamantes, al utilizar la herramienta jurídica contenida en el Art. 30 del D.L. N° 3.538 para reclamar de la imposición de las multas y, en subsidio, del monto de las mismas, reconocieron explícitamente las facultades sancionadoras de la tantas veces aludida entidad fiscalizadora; y ésta por su parte, tenía las facultades que la ley le ha entregado para poner coto precisamente a actuaciones como las que se reprocharon por medio de las Resoluciones Exentas reclamadas (Considerando 81).”*

- También, se denunció la vulneración “de leyes que regulan el funcionamiento de las sociedades anónimas”. La defensa dice que el fallo de la Corte de Apelaciones interpreta en forma errónea el artículo 42 N° 6 de la Ley 18.046 que prescribe que “Los directores no podrán: ... 6) Usar en beneficio propio o de terceros relacionados, con perjuicio para la sociedad, las oportunidades comerciales de que tuvieron conocimiento en razón de sus cargos”. Se señala que no fue posible incurrir en esa conducta pues el control fáctico no

era de propiedad de las CHISPAS, sino de los gestores claves. Asimismo, se indica que la sentencia recurrida incurrió en una limitación al derecho de dominio de los recurrentes, vulnerando los Arts. 582 y 583 del Código Civil.

La Corte Suprema ratifica los fundamentos de la Resolución de la SVS y de la Corte de Apelaciones, señalando que en atención a los diversos cargos y calidades en que actuaron los reclamantes, enfrentaron varios conflictos de interés, infringiendo las normas que los regulan pues *“fueron resueltos indebidamente, privilegiando calidades personales –interés personal ha de entenderse- por sobre los deberes que les imponían los cargos.”* (Considerando 84).

Los recurrentes se aprovecharon de la posición en que se encontraban en razón de sus cargos, para participar en diversas operaciones, privilegiando sus intereses propios y particulares por sobre los de las empresas a que pertenecían, incurriendo, en diversas acciones y omisiones, tendientes todas ellas a favorecer sus respectivas posiciones personales por sobre los intereses sociales de las empresas comprometidas.

El fallo de la Corte Suprema señala que la Resolución de la SVS no vulnera el derecho de propiedad de los reclamantes, con relación a los paquetes accionarios de que eran dueños, pues en esa calidad podían disponer de ellos; sin embargo, ese acto de disposición se programó en el marco de un conjunto de acciones, que se adoptaron privilegiando sus propios intereses por sobre los de las sociedades a las que debían al menos lealtad (Considerando 85).

- La defensa de los Gestores Claves señala que se les ha negado el derecho de disponer libremente de sus bienes, y se les imputa responsabilidad en actos en que no han participado, o que no han producido efecto, o que han ejecutado en ejercicio de un derecho radicado en su patrimonio, y sobre el cual no existe prohibición, restricción o limitación. Los actos y contratos que, según el fallo, constituyen una operación única e indivisible, están referidos a la compraventa de acciones del 51% de la Serie B de las sociedades CHISPAS, a la promesa de compraventa del 49% de la misma serie, y al llamado contrato de "gestión", en ninguno de los cuales los participantes, actuaron representando a las sociedades o comprometieron a aquéllas en que eran accionistas, como lo prueba el hecho de que ninguna de ellas sufrió alteración de su patrimonio o utilidades, o de su posición financiera;

Se agrega que el contrato de gestión fue dejado sin efecto, en virtud de una resciliación, antes de que produjera sus efectos, y antes de que la SVS iniciara

investigación y aplicara las sanciones reclamadas, por lo que no puede sostenerse la competencia de dicha entidad si se trata de juzgar y calificar un acto legítimo de disposición de acciones realizado por su dueño, y amparado por la garantía del derecho de dominio.

En todo caso el contrato de gestión tenía por objeto proteger los intereses de ENERSIS frente a un nuevo controlador, que no llegó a serlo por efecto de la pérdida del esquema de control y lo estipulado sobre este particular, por lo que la sanción se aplicó por un acto al que se le atribuyó el carácter de una falta, sin serlo, y que al no haberse consumado, no existía jurídicamente, por lo que a lo más pudo constituir una tentativa civil no sancionada por la ley, que no produjo efectos, que no afectó ni a ENERSIS ni a las sociedades CHISPAS, por consiguiente no pudo alterar sus patrimonios ni sus órganos administrativos, y que no existía jurídicamente al momento de imponerse las multas.

- Que, por otra parte, se agrega que ninguna de las conductas contempladas en la Ley sobre Sociedades Anónimas puede configurarse en grado de tentativa, pues se trata de conductas objetivas que deben desplegarse, ya que son sus efectos los que el legislador procura evitar. De esta manera, no importando como se califique el contrato de gestión, siempre habrá que concluir que éste no produjo efectos, que se celebró para resguardar los intereses de ENERSIS y de las sociedades CHISPAS, y estaba subordinado a la subsistencia del esquema de control fáctico que se transfirió a ENDESA ESPAÑA.

- La exigencia prevista en el Art. 44 de la LSA, vigente a la fecha de celebración de la Alianza Estratégica, en cuanto a que el gerente general tuviera interés por sí o como representante de otra persona en el contrato, no concurría en la especie porque cualquiera que fueran los términos de la Alianza, no afectaba ni los intereses de don José Yuraszcek ni los de la sociedad en que participaba como accionista de la Serie B de las sociedades CHISPAS.

Tampoco tenía un interés directo en el contrato, ya que sus derechos estaban radicados en las sociedades CHISPAS que, si bien eran accionistas de ENERSIS, no intervenían ni eran parte de esta convención. Por lo demás, los intereses que éste hubiera podido tener en este acto se habrían extinguido automáticamente junto con la celebración de la Alianza Estratégica, porque el mismo día, 2 de Agosto de 1997, transfirió el 51% de sus acciones y prometió transferir en condiciones determinadas, pero asociadas al éxito de ENERSIS, todos sus derechos en las sociedades CHISPAS.

- La defensa sostiene que no hubo acto alguno de los gestores clave que lo fuera en calidad de directores de las sociedades CHISPAS o de ejecutivos de Enersis, pues se limitaron a disponer de su patrimonio mediante contratos privados en los que no era parte ninguna de las sociedades involucradas.

Por tal razón, la SVS no tenía facultades para sancionar, ya que ellas sólo proceden cuando se trata de actos ejecutados por la sociedad, por sus directores, gerentes o personas que hagan sus veces, según el Art. 50 de la LSA, en calidad de tales y en razón de un acto propio de la administración, pero no respecto de actos ejecutados por las mismas personas en calidad de accionistas directos o indirectos de una sociedad anónima.

En consecuencia, indican, es un error jurídico aplicar la restricción del Art. 42 N°6 de la LSA, al dominio que detentaban sobre el esquema de control fáctico, y sostener que los recurrentes aprovecharon una oportunidad comercial de las sociedades CHISPAS, conocida en razón de su cargo, pues no existe el menor indicio en el proceso para alcanzar esa conclusión.

- Que tampoco se pudo contravenir el Art. 44 de la LSA⁷⁹, infracción que se limita a José Yuraszeck, porque esta norma se aplica en la sentencia para fundamentar un eventual conflicto de interés, cargo que es jurídicamente imposible. La disposición se refiere a los actos y contratos celebrados entre un personero de la sociedad, director, gerente o quien haga sus veces, con la sociedad anónima en que se desempeña (Considerando 135°).

Los Gestores Claves señalan que los contratos de compraventa de acciones, promesa de compraventa y contrato de gestión, no se celebraron con ENERSIS ni con las sociedades CHISPAS. La Alianza Estratégica se acordó entre ENERSIS y ENDESA ESPAÑA, previo acuerdo de sus respectivos directorios y en condiciones de equidad similares a las que prevalecían en el mercado, prueba de lo cual es que nadie en el proceso ha puesto en duda la utilidad del convenio, y que el fallo afirma, con reiteración que en esta operación no hubo perjuicio para ninguna de las personas que intervinieron.

⁷⁹ El texto vigente a la fecha de ocurrencia de los hechos que se juzgan es el siguiente: "Una sociedad anónima sólo podrá celebrar actos o contratos en los que uno o más directores tenga interés por sí o como representantes de otra persona, cuando dichas operaciones sean conocidas y aprobadas por el directorio y se ajusten a condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado".

Finalmente, agregan que el espíritu general de la legislación a que alude el Art. 24 del Código Civil, apunta en la misma dirección, en cuanto procura amparar los intereses de una sociedad anónima cuando se celebran contratos entre sus máximos ejecutivos y la sociedad, no para impedir que se realice la operación, sino para preservar y resguardar los beneficios y utilidades que corresponden, y persigue la sociedad anónima.

En síntesis, añade, el error de derecho que se atribuye a la sentencia, en esta parte, consiste en la infracción del Art. 44 de la LSA, en relación a los artículos 19, 20, 21, 22 y 24 del Código Civil y a los Arts. 1560, 1563 y 1564 del mismo Código, sobre interpretación de los contratos, al hacer extensivo el Art. 44 a una situación excluida de su mandato y contenido, conforme los elementos de interpretación recogidos en el Párrafo 4º del Título Preliminar del Código Civil.

De acuerdo con la tesis contractualista que es la adoptada en nuestro ordenamiento jurídico, el interés social es el interés común de los accionistas en cuanto socios; un interés que es típico del contrato de sociedad, y que lo distingue de otros contratos (Considerando 153)..

- Que, luego, el recurso explica el “Concepto de Conflicto de Interés”, expresando que si se quiere arribar a un concepto que lo defina, en el ámbito de la sociedad anónima, se puede identificar entre sus supuestos, la existencia de dos o más intereses (Considerando 155).

Para que concurra esta figura se requiere, en primer término, que existan dos o más intereses, entendidos éstos no necesariamente como derechos, sino incluso como simples expectativas. Unos y otros deben cumplir la doble condición de ser en sí mismos legítimos o merecedores de tutela jurídica, y ser de naturaleza patrimonial, o susceptibles de apreciación pecuniaria. En segundo lugar, un conflicto de interés supone que dos o más expectativas o derechos se encuentran en colisión, en términos tales que la opción que se adopte a favor de uno de ellos se traduce en causar un menoscabo o, incluso, una postergación del otro. En tercer lugar, debe existir un perjuicio real y cierto para el interés social derivado de la confrontación o conflicto, no bastando con uno eventual, potencial o hipotético, ya que en materia civil no es punible la tentativa, peligro o riesgo de causar un perjuicio.⁸⁰

⁸⁰ En el Capítulo I, se propuso la siguiente definición de Conflicto de Interés: “La pugna o lucha interna que contrapone los intereses particulares de un director con las obligaciones derivadas de su posición, y que influyen para inclinar su ánimo o sus decisiones hacia una persona, natural o jurídica, distinta de la sociedad que administra.”

- En cuanto al Art. 41 inciso 1º de la LSA⁸¹, el recurso destaca que el tenor literal de la disposición exige para que se configure una infracción legal la existencia de perjuicios (Considerando 176). Esta norma no puede servir para calificar la conveniencia o inconveniencia de los contratos de compraventa y promesa de venta de las acciones de la Serie B de las sociedades CHISPAS, ya que ellos se celebraron al margen de las funciones que desempeñaban los gestores clave en dichas sociedades y en ENERSIS. El reproche sólo podría estar referido al contrato de gestión, ya que la Alianza Estratégica se celebró por acuerdo del Directorio de ENERSIS y siguiendo sus instrucciones.

- La Corte resolvió que los recurrentes aceptaron el procedimiento establecido en el DL 3.538 cuando iniciaron el procedimiento de reclamación para recurrir de las resoluciones de la SVS.

- Asimismo, la Corte señala que no resulta posible aceptar que los actores pudieran desdoblarse, abandonando las calidades de Director o de Gerente que detentaban -según los casos-, para actuar en los hechos reprochados únicamente como personas naturales, en ejercicio del derecho de dominio sobre sus paquetes accionarios, para efectuar negociaciones a su respecto, a título enteramente personal. Se trata de una argumentación que contraría el mérito del proceso, particularmente a los hechos establecidos por los jueces del fondo, en que se les imputan actuaciones que van más allá de conductas propias de simples particulares, porque es un hecho que no lo eran y que no actuaron en esta simple calidad.

Cabe concluir que los reclamantes obraron no a título personal, sino que precisamente en razón de los cargos que detentaban en las empresas involucradas, celebrando diversas negociaciones de los que “el único...que conoció y autorizó el Directorio de ENERSIS fue el de Alianza Estratégica”, como se señala en el fundamento trigésimo del fallo de la Corte de Apelaciones, el que además consigna en forma expresa que “...se sigue que los reclamantes, en sus respectivas calidades de directores y/o gerentes de las Sociedades CHISPAS, ENERSIS y filiales, prescindieron o pospusieron

⁸¹ El texto de este artículo señala "Los directores deberán emplear en el ejercicio de sus funciones el cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios y responderán solidariamente de los perjuicios causados a la sociedad y a los accionistas por sus actuaciones dolosas o culpables").

claros deberes para las compañías en las cuales ocupaban cargos ejecutivos, como lo eran, entre otros, el de informar las oportunidades de negocios adquiridas en razón del cargo y anteponer siempre sus calidades de directores y ejecutivos de tales compañías a sus derechos como accionistas de las mismas, infringiendo de ese modo...”; (Considerandos 208 y 209).

- Por otra parte, la Corte resolvió que no se ha transgredido el Art. 582 del Código Civil, relativo al dominio, ni las normas que reglan los contratos y obligaciones, que también se invocan, porque este asunto no versa sobre alguna operación aislada en que hubieren participado los recurrentes, ni tampoco se les imputa alguna falta relativa a transacciones referidas a sus propios paquetes accionarios, sino que sobre un conjunto de actuaciones, en que dicha venta se encontraba inserta, según se fijó como hecho en la sentencia, y que configuró una operación compleja, como fuera calificada por la SVS (Considerandos 214 y 215).

- Los reproches formulados por la SVS y que sintetiza el fallo, consistieron en que los reclamantes utilizaron sus cargos en beneficio propio y de terceros relacionados, ya que esas posiciones les permitieron conocer el interés de ENDESA ESPAÑA en asumir el control de ENERSIS que ellos detentaban, transfiriéndole dicho control mediante la venta de sus propias acciones e incorporando al precio de venta de las acciones clase B, una clara retribución por las prestaciones, compromisos de lealtad y colaboración con el adquirente (considerando 48 letra b) del fallo CA).

- El Art. 42 N°6 de la LSA prohíbe a los directores “...6) Usar en beneficio propio o de terceros relacionados, con perjuicio para la sociedad, las oportunidades comerciales de que tuvieren conocimiento en razón de su cargo...”. El considerando 34 de la sentencia de la Corte de Apelaciones, al efectuar el análisis de la conducta aquí descrita, señaló que para que se produzca el perjuicio o menoscabo patrimonial para la sociedad, que la norma exige, basta que se la prive de la ganancia que le hubiera significado “el aprovechamiento de la oportunidad del negocio de la que se aprovechó y que tomó y usó para sí el director... en todo caso, no se exige una disminución efectiva del patrimonio, sino sólo la privación de una expectativa de ganancia”.

La CS confirma el fallo recurrido pues considera que éste no erró en derecho al aplicar la citada norma a la conducta de los reclamantes, determinada como hecho de la

causa, ni incurrieron en trasgresión a las reglas de interpretación de los contratos que se denuncian, al encuadrarla en dicha normativa, en atención al claro tenor de las cláusulas del contrato de promesa de compraventa del 49% de las acciones serie B de las CHISPAS, descrito en el considerando 25º letra c) del fallo impugnado; (Considerandos 231, 232 y 233).

- Señala la CS, recogiendo los argumentos del fallo de la Corte de Apelaciones, resolvió que los reclamantes infringieron el Art. 44 LSA pues el Directorio de ENERSIS “autorizó al reclamante Sr. Yuraszeck para suscribir el acuerdo de Alianza Estratégica, ni éste, ni el reclamante Sr. Mackenna informaron sobre el otorgamiento de otros contratos que, en unión con la Alianza Estratégica, daban origen a la operación comercial de la que los reclamantes eran protagonistas principales...” (Considerando 234); “... la conducta del Sr. Yuraszeck, que se estima infractora del citado artículo 44, consistió en que, en su calidad de gerente general de ENERSIS, no se excusó de realizar el encargo de negociar y suscribir el Acuerdo de Alianza Estratégica, en circunstancias que, a esa fecha, negociaba la venta de sus acciones serie B de la CHISPAS y la suscripción de otros contratos en que tenía interés personal, lo que no informó al Directorio de ENERSIS” (Considerando 236).

- Que en el recurso se ha sostenido que el interés que la ley les exige a los directores en la situación de que se trata, debe ser contrapuesto con el de la sociedad. Sin embargo, tal exigencia no se encuentra plasmada en la norma, de modo que los sentenciadores no han infringido la disposición invocada, al interpretarla a la luz de los antecedentes aportados al proceso, y estimar configurado el cargo sustentado por la Superintendencia en este punto respecto del citado Sr. Yuraszeck; tampoco incurrieron en violación de las normas relativas a la interpretación de los contratos, ya que la conducta omisiva que se reprocha encuentra eco en la cláusula octava del contrato de gestión en que se convino guardar reserva de todos los aspectos y materias contenidos en ese contrato, entre las cuales se hace referencia a los contratos celebrados por los gestores clave con ENDESA ESPAÑA (Considerando 237).

- Tampoco se ha incurrido en errada interpretación de los contratos, ni en falsa aplicación de los Arts. 41 inciso 1º y 42 en sus numerales 1, 4 y 7 de la LSA, en los que se describen diversas conductas que les quedan prohibidas a los directores de sociedades anónimas,

prohibiciones tendientes a proteger el interés social; a evitar el ocultamiento de información, y a impedir que el cargo de director se use para obtener ventajas individuales para sí o para terceros. En efecto, las conductas que fueron materia del reproche de la SVS, se consignaron en síntesis en el considerando 48 letras a), c) y d) de la sentencia, que encuadran en la nomenclatura legal citada, a saber, preferir el propio interés del director, al interés social; ocultar información, y usar el cargo para obtener ventajas indebidas; conductas todas que corresponden a hechos establecidos o aparecen claramente de los contratos que se tuvieron a la vista, en términos tales que los jueces tampoco desconocieron las normas de interpretación legal, ni las de los contratos que se han denunciado como quebrantadas, aun en el caso de que alguna de ellas no se haya citado expresamente por la Superintendencia al formular los cargos; y sin que la referencia que hace el fallo al numeral 3 del citado artículo 42 de la LSA que describe una conducta no fijada como hecho en la causa, tenga influencia en lo dispositivo, en atención a las restantes conductas infractoras de las demás disposiciones que se han tenido por acreditadas (Considerando 238).

- Que en este segundo grupo de infracciones, también se ha estimado transgredido el Art. 39 inciso 3° de la LSA.⁸² Es un hecho establecido en la sentencia que los reclamantes suscribieron los contratos de compraventa y de promesa de compraventa de las acciones serie B de CHISPAS y el contrato de gestión, todos con ENDESA ESPAÑA, mientras ocupaban cargos de directivos y ejecutivos en ENERSIS y sociedades CHISPAS, de modo que, no puede sostenerse que actuaron como simples accionistas, si por tales contratos se pretendía traspasar el esquema de control que detentaban y hacían efectivo en su calidad de directores. Por consiguiente, los jueces del fondo no han errado en derecho al encuadrar las conductas por ellos desarrolladas como particulares en los contratos referidos, en la norma legal prohibitiva que se estima vulnerada. La conducta que se les reprocha a los Gestores Claves es el haber ocultado información a los directorios de CHISPAS y ENERSIS y filiales, sobre el interés de ENDESA ESPAÑA de ingresar a la propiedad de ENERSIS, su intención de venderle las acciones de que eran titulares y los acuerdos logrados con ENDESA ESPAÑA para que ésta ejerciera el poder de administración que ellos detentaban (Considerandos 239, 241, 248).

⁸² A este respecto, la norma dispone que: “Los directores elegidos por su grupo o clase de accionistas tienen los mismo deberes para con la sociedad y los demás accionistas que los directores restantes, no pudiendo faltar a éstos y a aquella a pretexto de defender los intereses de quienes los eligieron...”

La conclusión final de la sentencia de la Corte Suprema señala que, “ se rechazan los recursos de casación en la forma y en el fondo interpuestos en lo principal y primer otrosí, respectivamente, de la presentación de fs.2255, contra la sentencia de ocho de julio del año dos mil cuatro, escrita a fs.2167; y que se rechazan los recursos de casación en la forma y en el fondo deducidos en lo principal y primer otrosí, respectivamente, de la presentación de fs.2267, contra la sentencia ya individualizada.”

Voto de minoría.

Esta sentencia tuvo un voto de minoría por parte de los ministros Domingo Yurac y Jaime Rodríguez Espoz, quienes estuvieron por aceptar los recursos interpuestos por los Gestores Claves y dejar sin efecto la multa. Sus argumentos se extractan a continuación:

- Considerando que la Corte de Apelaciones concluye que “el objeto del presente juicio han sido las reclamaciones por las multas aplicadas a los actores por la SVS, como consecuencia de haber incurrido en conflictos de interés mal resueltos”, esta afirmación puede calificarse como de suma relevancia toda vez que a los “gestores clave” no se les imputa la infracción de ciertas normas, no obstante que aparecen mencionados, sino por una conducta traducida en el hecho de resolver mal o en forma inadecuada los conflictos de interés que podrían haber surgido en las transacciones.

- El examen de las Resoluciones de la SVS permite establecer que las mismas no fundamentan de que manera los “gestores claves” habrían infringido el deber de fidelidad como directores en relación con la sociedad y los demás accionistas. De igual modo tampoco especifica respecto de cuales sociedades y bajo que circunstancias se habría producido la referida contravención.

- La Corte de Apelaciones estima que los “gestores clave” habrían desconocido la norma en cuanto habrían comprometido el ejercicio de sus respectivos cargos de ejecutivos y/o directivos en el grupo de empresas del conglomerado de ENERSIS al servicio y en interés de sólo uno de los accionistas, como contraprestación al pago de parte del precio de las acciones serie B de CHISPAS. Igualmente el tribunal considera que la infracción se habría originado en cuanto los “gestores clave” comprometieron el ejercicio de sus cargos al

obligarse anticipadamente a obrar de un modo previamente acordado en el contrato de gestión (motivo 26).

- Los Gestores Clave no pueden haber violado la norma del Art. 39 inciso 3° de la LSA al encontrarse desempeñando los cargos de directores de CHISPAS por cuánto el traspaso del control a ENDESA-ESPAÑA era del exclusivo dominio de los gestores clave y no de CHISPAS. La venta que un director de sociedad anónima pueda hacer de su participación en la sociedad no se encuentra comprendida dentro de los actos que contempla el artículo precitado.

- Por otra parte, en el año 1997 el director no estaba obligado a informar de la transacción, en virtud de lo establecido en el Art. 54 de la Ley de Valores. Esta obligación se implantó en el año 2000 al dictarse la Ley N°19.705, de tal manera que la obligación de informar empezó a regir desde la entrada en vigencia de dicho texto legal.

- No es procedente la aplicación del Art. 39 inciso 3° a los gestores claves puesto que no adoptaron acuerdos en sus calidades de directores de CHISPAS, tampoco entraron a deliberar en sesión alguna en el Directorio de CHISPAS acerca de la venta de las acciones, asimismo no aparece que hayan comprometido el interés ni algún activo de CHISPAS, y en todo caso informaron como correspondía a la fecha de la venta.

- En las Resoluciones de la SVS no se explica o fundamenta de modo alguno como los gestores claves habrían faltado en su calidad de directores al cuidado o diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios.

- La disposición en análisis requiere la existencia de perjuicios, lo que conlleva a afirmar que la norma no es útil para entrar a calificar de compraventa y de promesa de venta que involucren las acciones serie B, toda vez que dichos contratos aparecen celebrados al margen de las funciones que desempeñaban los gestores claves en CHISPAS, en ENERSIS, y en ENDESA CHILE. En lo que respecta al contrato de gestión cabe resaltar que el precio aplazado de tal pacto estaba estrechamente ligado al interés social de ENERSIS y se considera alineado con éste.

- Que en el primer caso del Art. 42 N°1 se exige que los directores adopten una conducta activa de proponer modificaciones de estatutos, acordar emisiones de valores o adoptar políticas o decisiones que tengan por fin el interés social. Los gestores clave no llevaron a cabo ninguna de las tres conductas antes descritas. Por otro lado, tampoco estaban obligados por el Art. 54 de la Ley de Valores –vigente a la época- a informar de esta transacción a los directorios de las CHISPAS. Es conveniente remarcar que el contrato de gestión iba en beneficio de ENERSIS y no de ENDESA-ESPAÑA, toda vez que perseguía mantener a los gestores clave y un cuerpo de ejecutivos en sus cargos, gerentes y ejecutivos que habían sido designados precisamente por el mismo Directorio de ENERSIS o al menos contaban con su anuencia. Desde otro ángulo, dicho contrato de gestión beneficiaba a ENERSIS por cuanto limitaba las facultades del nuevo controlador de la empresa, ENDESA-ESPAÑA. Asimismo, el aludido contrato estaba vinculado con la promesa de compraventa del 49% de la serie B de las acciones de las CHISPAS que tenía un precio contingente aplazado determinado por el valor de las acciones de ENERSIS y por las utilidades de ENERSIS entre los años 1997 y 2001.

- En los aspectos señalados cabe argumentar que ninguno de los actos de los gestores clave puede ser considerado como ilegal, contrario a los estatutos o contrario al interés social de ENERSIS o de las CHISPAS. Más aún, los contratos de compraventa y de promesa de venta de acciones de la serie B de LAS CHISPAS son contratos privados independientes del interés social y que, en todo caso, van a afectar el patrimonio de los gestores clave. El contrato de gestión buscaba limitar los derechos del nuevo controlador.

- Bajo tal predicamento, se puede manifestar que al único de los gestores clave que podría aplicarse esta disposición sería al Sr. José Yuraszeck, toda vez que no resultaría aplicable a los demás que no participaron en forma alguna en la Alianza Estratégica entre ENERSIS y ENDESA-ESPAÑA.

- Sin embargo, en el caso del Sr. José Yuraszeck tampoco sería aplicable el Art. 44 de la LSA, toda vez que al interés de dicho artículo debe estar contrapuesto el interés de la sociedad, situación que no ocurre en este caso, pues fue el directorio de ENERSIS el que precisamente aprobó la Alianza Estratégica sin oposición alguna.

- Tanto la SVS como la Corte de Apelaciones, acusan a los gestores clave de resolver mal o en forma inadecuada los supuestos conflictos de interés que podrían haber surgido de las transacciones que ellos celebraron con ENDESA-ESPAÑA., pero no señalan claramente cuales fueron las normas legales infringidas.

- Los gestores clave no estuvieron en condiciones de infringir el deber de fidelidad como directores por cuanto no adoptaron acuerdos en su calidad de directores, no deliberaron en los Directorios de LAS CHISPAS. También debe añadirse que informaron como correspondía a la fecha de las transacciones efectuadas.

- Que, asimismo, los gestores clave no infringieron el deber de cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus negocios, en atención a que tal cuidado involucra a los directores y a los activos de la sociedad que administran y no mira a la conveniencia o inconveniencia de la compraventa de sus propias acciones en las CHISPAS.

- Tampoco infringieron algunas de las prohibiciones del Art. 42 de la LSA, las que atañen a los directores y no a los accionistas. En este episodio es necesario resaltar que ninguna de las imputaciones que hace la Superintendencia (1,6 y 7 de la norma) y la propia Corte (1,3,4,6 y 7 de la misma disposición) se podría aplicar a los gestores clave tratándose de los contratos que conformaron la operación llevada a efecto.

- Los recurrentes no han infringido las normas sobre operaciones entre partes relacionadas, vigentes a la época de la operación cuestionada. En tal sentido, por un lado, ellos no actuaron en su carácter de directores y en el caso del Sr. José Yuraszeck no actuó en su calidad de gerente general de ENERSIS, sino lo hizo como mandatario especial del directorio de tal sociedad. Además, tanto el Sr. Yuraszeck como el Sr. Mackenna optaron por abstenerse de actuar por ENERSIS en la aprobación de la Alianza Estratégica. Este contrato recién citado que fue objeto de reproche como operación concretada entre partes relacionadas por la SVS y la Corte de Apelaciones aparece decidido por los directorios de ENERSIS, sin la intervención de los Sres. Yuraszeck y Mackenna, y por el directorio de ENDESA-ESPAÑA.

- El concepto sancionador de conflictos de interés mal resueltos, utilizado por la SVS no está normado por la LSA y en tal evento no puede entonces ser utilizado para generar

alguna sanción para los gestores clave. Tampoco puede usar conceptos jurídicos de naturaleza indeterminada como lo es la noción de orden público económico. Por el contrario, el órgano administrativo señalado está obligado a precisar las normas infringidas y además debe comprobar que las obligaciones allí contenidas o que conllevan fueron efectivamente vulneradas.

- La SVS careció de una base o elemento fundamental para proceder a imponer las sanciones administrativas, toda vez que no se divisa la existencia de la tipicidad que respalde lo decidido. Así, no basta con que la autoridad imponga las sanciones por las disposiciones legales que pretende supuestamente quebrantadas, ya que resulta imprescindible entrar a probar que las acciones u omisiones mentadas corresponden cada una de ellas concreta y específicamente a la infracción legal que aparece imputada.⁸³

- Por otra parte, la realidad de orden constitucional y legal no habilita en ningún instante a la SVS para entrar a conocer de conflictos que se susciten entre accionistas de las sociedades anónimas, y sin embargo el organismo administrativo sin contar con la normativa aplicable precedió a crear el concepto de “conflictos de interés”.

- El concepto de conflictos de interés está definido en la ley, pero únicamente para el caso de la A.F.P, en la reforma de capitales de la Ley N° 19.301 del año 1994, y tal noción nunca se ha incorporado en la legislación societaria ni de valores.

Además, la SVS calificó los conflictos de interés como mal resueltos, aspecto que sólo traduce una opinión carente de fundamento. Mas aún, el órgano administrativo tampoco pudo demostrar qué intereses habrían sido afectados y en que forma se produjo tal situación.

- Tampoco puede escaparse el evidente error en que han incurrido la Superintendencia y la misma Corte de Apelaciones al calificar a los gestores clave como ejecutivos y/o directivos en circunstancias que dicha calificación estaba ligada a sus condiciones jurídicas en las empresas en que ellos intervinieron.

d) Consideraciones finales.

⁸³ Este comentario de los Ministros del voto de minoría, nos parece relevante, por cuanto apunta al aspecto central de lo que sostenemos en esta tesis, en cuanto a que es fundamental reglamentar en detalle los conflictos de interés en la ley, definiendo conceptualmente qué se entiende por tales a través de una definición legal.

El denominado Caso Chispas es el caso más relevante registrado en Chile hasta la fecha en lo referido a conflictos de interés de directores de una sociedad anónima y puso en evidencia la debilidad de la legislación chilena en cuanto a la protección de los accionistas minoritarios respecto de las actuaciones de los administradores de la sociedad anónima. Si bien este caso sirvió para introducir reformas importantes y necesarias en la ley de sociedades anónimas y de mercado de capitales a través de la Ley de Opas del año 2000, todavía queda un importante camino por recorrer para tener una adecuada regulación en la protección de los accionistas minoritarios.

Después de más de diez años desde los sucesos del Caso Chispas, todavía existen numerosos ex accionistas de las sociedades Chispas que aún intentan obtener una indemnización de perjuicios de parte de los ex ejecutivos de Enersis, basados en las mismas razones que tuvo la Superintendencia de Valores y Seguros para sancionarlos.

2) El caso “Terra”.

En lo referido a la responsabilidad civil de directores y gerentes, el primer caso en Chile en que los accionistas minoritarios demandaron civilmente una indemnización de perjuicios al accionista controlador se produjo en el denominado “Caso Terra”. En esa oportunidad los accionistas minoritarios, liderados por las Administradoras de Fondos de Pensiones, demandaron a los administradores de Telefónica CTC Chile S.A. por los perjuicios ocasionados con la venta de la filial de internet de esa compañía al accionista controlador de ambas empresas.

a) Antecedentes.

En agosto de 1999, el Directorio de Telefónica CTC Chile S.A. aprobó, en votación dividida (cinco votos contra dos), la venta de su filial de Internet a Terra Networks, de propiedad de Telefónica de España, sociedad controladora de ambas compañías. El valor de la operación fue de U\$ 40 millones, más U\$ 9,7 millones en pasivos de la empresa vendida.

Esta operación generó críticas de diversos accionistas minoritarios, especialmente de las Administradoras de Fondos de Pensiones (propietarias del 18% de Telefónica CTC Chile), y del Comité de Auditoría en cuanto al procedimiento seguido para tomar la decisión de venta y al precio pactado.

En esa época, circularon diferentes estudios, realizados por prestigiosas empresas, que otorgaban diferentes valores a la compañía vendida. Un estudio de Bearn Stearn, encargado por CTC, avaluó a Telefónica.Net, en un valor entre U\$ 36 millones y U\$ 42 millones, otro estudio de Ernst & Young, lo fijaba entre U\$ 43,5 millones y U\$ 48,5 millones. A su vez, las AFP entregaron otro estudio encargado a Proteus-Yankee Group, y el informe de un estudio contratado a Claro y Asociados, los que concluyeron en que Telefónica.Net tenía un valor superior al precio en que se efectuó la operación.

En este escenario, las Administradoras de Fondos de Pensiones interpusieron una demanda judicial en contra de los directores y los gerentes generales de Telefónica CTC Chile y Telefónica Mundo, filial que era la propietaria de las acciones de Telefónica.Net, exigiendo indemnizaciones por los eventuales perjuicios causados a los Fondos de Pensiones por esa operación, que avaluaron en U\$ 28,7 millones. Esta cifra se explicaría por la diferencia entre el precio de venta y el valor de mercado estimado por los estudios independientes encargados. En función de esos informes, el valor de Telefónica.Net fue calculado en U\$ 201,7 millones, mientras que los menores ingresos para Telefónica CTC Chile por la venta alcanzarían a U\$ 161,7 millones.

La demanda de indemnización de perjuicios se dirigió solidariamente, en contra de los cinco directores de Telefónica CTC Chile que aprobaron la venta: Javier Aguirre Nogués (Presidente), Hans Eben Oyanedel (vicepresidente), Claudio Undurraga Abbott, Luis Cid Alonso y Andrés Navarro Haeussler; dos directores de Telefónica Mundo, Raimundo Beca Infante y Diego Barros Aspillaga; y los gerentes generales de ambas empresas, Claudio Muñoz Zúñiga y Velko Petric Cabrales, respectivamente.

Fueron excluidos de la demanda los directores que se opusieron a la venta, así como otros miembros suplentes que no concurrieron con su voto.

Esta demanda fue presentada el 5 de junio de 2000 (ante el 26º Juzgado Civil de Santiago), debiendo tramitarse conforme al procedimiento sumario, en virtud de lo establecido en el Art. 148 del D.L. 3.500.

b) Fundamentos de la demanda.

Perjuicios reclamados en la demanda.

Las AFP demandantes, estimaron que la venta de la totalidad de las acciones de CTC Internet, a un precio inferior al de mercado, efectuada al accionista controlador, significó para CTC Chile un deterioro patrimonial que repercutió en todos sus accionistas, especialmente en los minoritarios.

El daño sufrido por los accionistas minoritarios, dentro de los cuales se encuentran los Fondos de Pensiones administrados por las AFP, se explica como consecuencia del perjuicio sufrido por la empresa vendedora, que dejó de percibir una diferencia de precio, ascendente a U\$ 161.705.354.- (según los estudios entregados por Claro y Asociados, y superior aún según Warburg Dillon Red y Lehman Brothers), y que les afecta al ver disminuida su parte proporcional en las acciones que poseían en esa fecha. Esta pérdida equivale a la utilidad que significó la operación para el accionista mayoritario (Telefónica de España) al comprar la empresa fuera de mercado, en condiciones inferiores a las que estaba legalmente obligada a pagar por tratarse de una operación entre partes relacionadas, obedientes a un mismo controlador.

Al respecto, el Art. 89 de la Ley N° 18.046, incluye a las sociedades matrices, filiales o coligadas por igual, sea que actúen directamente o a través de otras sociedades pertenecientes al mismo grupo empresarial, para abarcar a todas las personas relacionadas y hacer obligatorio observar “las condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado” y para hacer responsables de los perjuicios a los administradores de una u otras sociedades si no se observan esas condiciones.

La demanda se basa en “la responsabilidad objetiva y legal de los directores y gerentes que participaron en la enajenación, sin que sea necesario imputarles ni probar negligencia, culpa o dolo en sus conductas.”

Lo relevante para los demandantes, no es el hecho de que se haya hecho un buen o mal negocio, pues consideran que esto es una contingencia normal y no genera en los directores más responsabilidades que el riesgo de no ser reelegidos en una próxima elección, sino que el hecho de haber causado perjuicios a los accionistas minoritarios, al haber tomado la decisión de efectuar la venta de un activo relevante para la compañía con beneficio para el accionista mayoritario y controlador, agravado con la falta y tardía entrega de información por parte del Directorio, cuando fue requerida por los demás accionistas y por la Superintendencia de Valores y Seguros (la SVS sancionó al gerente general por esta causa).

Se imputa a los demandados haber actuado precipitadamente, influenciados por el accionista controlador, olvidándose de que representaban a todos los accionistas y no sólo a los que los eligieron o podían reelegirlos, infringiendo la norma que exige “condiciones de igualdad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado” ... “en la misma época de su ocurrencia” (Arts. 89 y 136 de la Ley 18.046).

Fundamentos de Derecho de la demanda.

La Ley N° 18.046 regula la actuación de los directores y de la administración de las sociedades anónimas, señalándoles obligaciones y prohibiciones, en definitiva, contiene la responsabilidad derivada de sus actuaciones.

Estamos de acuerdo en que se haya dejado fuera de la demanda a aquellos directores que no asistieron y a los que se opusieron a la venta o manifestaron su disconformidad con el negocio, atendido el claro tenor del Art. 48, inciso 4° de la ley que dispone que “el director que quiera salvar su responsabilidad por algún acto o acuerdo del directorio, deberá hacer constar en el acta su oposición”.

Las mismas responsabilidades de los directores se imponen a los gerentes, a las personas que hagan sus veces y a los ejecutivos principales, según el Art. 50 de la Ley N° 18.046.

Una norma fundamental para sustentar la demanda es el Art. 89 de la Ley de Sociedades Anónimas, que hace responsables a los administradores de sociedades coligadas y de sociedades que pertenecen a un mismo grupo empresarial, cuando directamente o a través de otras entidades pertenecientes a su grupo empresarial, hacen operaciones entre la matriz y sus filiales, entre las coligadas, o entre las filiales o entre una sociedad anónima abierta con sus personas relacionadas, directamente o a través de otras entidades pertenecientes a su grupo empresarial, con sus personas relacionadas sin observar condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado. Los responsables son los administradores de una u otra de todas estas sociedades mencionadas.

Por su parte, el Art. 133 obliga a indemnizar los perjuicios, a las personas que infrinjan la Ley N° 18.046, o su Reglamento o estatutos, ocasionando daño a otro, siendo esta responsabilidad solidaria entre directores y gerente.

Señalan los demandantes que la diferencia entre la responsabilidad contractual o delictual o cuasi delictual, que tiene importancia doctrinaria y práctica, por ejemplo en aspectos como la solidaridad y la prescripción, carece de relevancia en el caso de directores y administradores de sociedades anónimas, lo anterior, pues las normas de la Ley 18.046 son propias y autosuficientes, para hacer efectiva su responsabilidad por daños causados a los accionistas.

Esta postura es consistente con el citado Art. 133, que señala que la persona que sea considerada culpable de una infracción a la ley N° 18.046, su reglamento, el estatuto social o las normas impartidas por la Superintendencia, será responsable de los daños ocasionados a otro por dicha infracción, sin perjuicio de las demás sanciones civiles, penales o administrativas que correspondan (Art. 133 inciso 1°).

Se imputa a los demandados haber acordado la enajenación de un activo importante a la sociedad controladora, sin observar condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado, en perjuicio de los accionistas minoritarios.

A su vez en inciso 3°, obliga solidariamente al pago de las indemnizaciones civiles a los directores, gerentes y liquidadores que incurran en responsabilidad por infracción normativa o estatutaria. La solidaridad se deriva de la coautoría del hecho ilícito.

De acuerdo al Art. 133 inciso 2°, cuando ha sido la sociedad la que infringe la ley, el reglamento o las normas de la Superintendencia, causando daño a los accionistas o a terceros, son igualmente responsables sus administradores o representantes legales. No sólo no se excluye la responsabilidad de los directores, sino que además deben responder solidariamente con la sociedad y entre sí.

El demandante podrá dirigir su acción de responsabilidad por el total de los perjuicios, sea contra la sociedad o contra cualquiera de sus administradores o representantes.

La responsabilidad asignada a los directores en este último caso tiene un carácter objetivo, ya que no es necesario probar culpa o dolo en el respectivo director. Basta acreditar la culpa de la sociedad en la infracción y la relación de causalidad entre ésta y el daño. La defensa de los directores debiera consistir en acreditar que no participaron o que se opusieron al hecho constitutivo de la infracción. La constancia de esta falta de participación o de oposición debe constar en el Acta de Directorio respectiva.

Finalmente la demanda también se fundamenta en los Arts. 9, 10, 96, 97, 100, 101, 102 de la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores, que obliga a la sociedad a comunicar al mercado toda información considerada esencial y regula los conflictos de interés entre los grupos empresariales, controladores y personas relacionadas.

c) Resolución del conflicto.

La controversia se resolvió a través de una transacción firmada el 30 de octubre de 2001, que se basó fundamentalmente en un Informe encargado de común acuerdo entre las partes (AFPs y Directores demandados), a don Juan Andrés Fontaine, que estableció entre otras materias, que los valores involucrados en la enajenación que originó la demanda, se encontraban dentro de los rangos de mercado a la época en que se efectuó la venta. También fue relevante la circunstancia que se consideró importante para el desarrollo de Telefónica CTC Chile, y por consiguiente para las inversiones que las AFP

seguían manteniendo en esa compañía, la clarificación y superación de temas de esta naturaleza, las partes estimaron que en este proceso existían bases y elementos para poner término anticipado al litigio alcanzando acuerdos específicos.

Esta Transacción fue aprobada por Tribunal el 31 de octubre de 2001.

Habría sido interesante que este caso se hubiese resuelto mediante una sentencia definitiva, que hubiese establecido las responsabilidades pertinentes (o la ausencia de las mismas) de los demandados, y en tal caso habría sido especialmente relevante el monto de la indemnización fijada por el Tribunal.

De todas maneras esta causa sentó un precedente en Chile, toda vez que fue la primera vez que los accionistas minoritarios, debidamente organizados, demandaron civilmente a los directores y gerentes de una empresa por la responsabilidad derivada de sus funciones como administradores de la compañía.

3) Otros casos.

a) COPEC.

Antecedentes

A principios de los años noventa y durante varios años, se mantuvo un conflicto entre los dos principales accionistas de uno de los mayores conglomerados económicos en Chile, COPEC. Este conflicto tiene su origen en la relación que sostenían el grupo Angelini (GA) y la empresa neozelandesa, Carter Holt Harvey (CHH).

El GA y CHH constituyeron la Sociedad Inversiones y Desarrollos Los Andes (Los Andes), cuya propiedad se dividía en partes iguales entre ambos, y que a su vez controlaba a COPEC con el 60,1 % de las acciones de esta última. Cuando se creó esta sociedad, se firmó un pacto de accionistas que daba amplios poderes en la administración

al GA⁸⁴, por sobre su socio CHH hasta el año 2007, además cualquier conflicto que se suscitara entre los socios debía ser sometido a arbitraje.

Producto de necesidades financieras de CHH, ésta decidió enajenar su participación en la sociedad Los Andes, lo que generó el interés de International Paper, una de las empresas más importantes del mundo en manufactura de papel y competidor directo de Celulosa Arauco, una de las principales filiales de COPEC.

A su vez, International Paper logró obtener el control de CHH en Nueva Zelanda e indirectamente pasó a ser uno de los principales accionistas de COPEC. Esto motivó que CHH cambiara su posición pasiva dentro de la empresa, lo que motivó un deterioro en su relación con el GA, que quería mantener la competencia lo mas alejada posible y con acceso restringido a todo tipo de información del holding.

CHH argumentaba que el pacto de accionistas que otorgaba el control al GA no era legal, toda vez que quienes lo suscribieron ya no los representaban, y por lo demás, ahora estaban interesados en aportar al desarrollo del negocio y que era ilógico suponer que pudieran querer perjudicar a COPEC en circunstancias que gran parte de sus utilidades provenían de esta empresa.

Por su parte, el GA se amparaba en el pacto de accionistas suscrito entre las partes, pues temía por la presencia de un representante de CHH en las reuniones del holding y especialmente en Celulosa Arauco, lo que significaría tener un representante de la competencia en el directorio, con acceso a información estratégica clave.

Este conflicto dio origen a diversos juicios arbitrales y la disputa se ventilaba públicamente a través de los medios de comunicación, donde los socios se descalificaban mutuamente.

Tras varios años de juicios arbitrales y ante los Juzgados Civiles, en abril de 1998, el arbitro Juan Colombo dictó sentencia, concluyendo que CHH incumplió los acuerdos pactados con su socio el GA y que debía indemnizar los perjuicios causados, situación

⁸⁴ El Grupo Angelini participaba en la Sociedad Inversiones y Desarrollos Los Andes a través de la sociedad de Inversiones Socoroma.

que debía conocerse en un nuevo juicio. La referida indemnización fluctuaba entre US\$300 y US\$600 millones de dólares.

Finalmente, las partes acordaron suspender este juicio y llegaron a una transacción, mediante la cual el GA compraría la participación de CHH en COPEC.
Conflicto con los accionistas minoritarios.

La transacción significaba que las partes dividirían entre sí la sociedad controladora de COPEC (60,1% del capital), Inversiones y Desarrollo Los Andes, de la que eran dueños en partes iguales. Así se constituirían dos sociedades, cada una con el 30,05% de las acciones de COPEC, Inversiones y Desarrollo Los Andes Dos, controlada por el GA e Inversiones y Desarrollo Los Andes, en manos de CHH. Esta última vendería esta sociedad al GA por un valor de 1.233 millones de dólares (US\$ 3.15 por acción).

El valor en Bolsa de COPEC ascendía aproximadamente a 5.880 millones de dólares, por lo que el valor del 30,05 % de sus acciones era de 1.767 millones de dólares.

Una vez finiquitados los términos de la transacción, se presentaba el desafío para el GA de cómo financiarían la compra. Un primer pago por 183 millones de dólares se efectuó al momento de la firma de la transacción, el saldo de 1.050 millones de dólares sería financiado en una parte con créditos (US\$ 750 Millones) y el resto mediante un aumento de capital por parte de la sociedad AntarChile, empresa en la que el GA tiene una participación mayoritaria y es a su vez su matriz de inversiones, la que en definitiva sería la propietaria del 60,1% de COPEC.

Esta operación fue ratificada por la junta de accionistas (05.01.2000); sin embargo, los accionistas minoritarios reclamaron respecto de los términos en que se efectuaría, específicamente en cuanto al precio y el número de acciones a suscribir. Mientras el directorio planteaba un rango entre un mínimo de \$1.800 y un máximo de \$1.890 por acción, para un total de 164.108.000 acciones, un grupo de accionistas minoritarios (las familias Chadwick Claro y del empresario canadiense Albert Friedberg, en total con un 12% de participación) planteó su temor respecto a la posible dilución de propiedad de los minoritarios en favor de los mayoritarios, toda vez que el rango de precios propuesto por el directorio era muy bajo, en consideración a que el valor promedio de la acción de

AntarChile durante el año 1999 había sido de \$1.604 y que en los últimos meses se había transado por sobre los \$2.000. Ante esta situación, propusieron que se consultara la opinión de dos bancos de inversión antes de definir el precio final de la emisión, propuesta que fue rechazada en votación abierta por la junta de accionistas.

Frente a este escenario, los minoritarios no cuestionaban los beneficios de esta operación para la compañía, pero insistían en que el precio ofrecido era extremadamente bajo y, en definitiva, estos beneficios no serían repartidos equitativamente entre todos los accionistas de la sociedad. Se argumentaba que para no generar una dilución de la propiedad de las acciones habían dos opciones, una era emitir muchas acciones a un bajo precio o bien emitir pocas a un precio alto. La valorización de la acción de AntarChile no era fácil pues la compañía tenía poca presencia en la Bolsa. Un informe preparado por la consultora Ernst & Young, solicitado por los accionistas minoritarios, determinó un valor subyacente de la acción de AntarChile de \$4.841, mientras un informe solicitado por otro minoritario a la Universidad de Chile sostenía que el precio de la acción debía oscilar en un rango de \$1.770 a \$1.950 de tal forma de no generar dilución.

Bajo este ambiente enrarecido de recriminaciones mutuas, finalmente la junta de accionistas aprobó un aumento de capital para AntarChile de 560 millones de dólares, fijando un precio de \$ 1.890 por acción.

Otro aspecto que se criticó al GA fue que dentro de las promesas que efectuó para lograr el apoyo de los accionistas, fue que tras el aumento de capital no se cambiarían las políticas de COPEC aunque ellos tuvieran el control de la compañía. Al poco tiempo, decidió modificar la política de reparto de dividendos, aumentando la distribución de utilidades de 30 a un 50 %, lo que permitía a AntarChile, sociedad controladora de COPEC, recibir mayores dividendos para reinvertirlos, y asegurar el pago de los créditos suscritos para financiar la operación con CHH.

Esta medida fue criticada por los accionistas minoritarios pues sostenían que si bien es bueno recibir mayores dividendos, en el largo plazo esto podía afectar las políticas de inversión de la empresa. En conclusión, criticaban que esto se había hecho una vez más para favorecer los intereses del accionista controlador que buscaba aumentar su propia liquidez más que otorgar un beneficio a la totalidad de los accionistas.

Como antecedente relevante, podemos señalar que durante el periodo de opción preferente un accionista minoritario, el fondo canadiense FCMI traspasó 258.369 acciones de AntarChile a un precio de \$ 2.137, valor un 19% superior al aprobado para el aumento de capital. Obviamente esto volvió a generar la molestia de los accionistas minoritarios pues se confirmaba su hipótesis de que el precio establecido para la suscripción de acciones en \$1.890 y aprobado por la junta, había sido demasiado bajo.

b) Sociedad Química y Minera (SQM).

En los últimos años continuamente esta compañía ha estado en la palestra pública con ocasión de las luchas internas por obtener o conservar el control de la sociedad.

En esta ocasión nos referiremos a un episodio ocurrido en abril del año 2005, cuando el director de SQM José Antonio Silva solicitó a la SVS una reinterpretación de los estatutos de la sociedad que establecían una limitación que impedía a los accionistas, individualmente o en conjunto con personas relacionadas, acumular más de un 37,5 % de los votos en las Juntas de Accionistas.

En opinión de algunos, la reinterpretación efectuada por la SVS rompió el equilibrio que existía entre los dos más grandes accionistas: la canadiense Potash Corporation of Saskatchewan (PCS) y Julio Ponce Leroux, asociado con la empresa noruega Yara. El pronunciamiento de la SVS permitió a Ponce y Yara elegir 4 directores al ejercer su voto más allá del 37,5% que regía antes, mientras que PCS sólo pudo mantener los 3 que tenía.

Esta situación motivó a que PCS hiciera dos propuestas en la junta de accionistas siguiente para terminar con el control que estimaban, Julio Ponce obtuvo por “secretaría” y sin hacer una OPA. La primera, propuso la unificación de las dos series de acciones de SQM, donde la serie A elige a 7 directores y tiene el 55% de la propiedad de la compañía (142,8 millones de acciones) y la serie B que elige sólo a uno y tiene el 45% (120 millones de acciones). La segunda, fue restablecer el estatuto anterior en lo referido al límite de votación para accionistas relacionados (Ponce-Yara) de 37,5% para la elección del directorio y que no suceda así que ambos socios voten por separado y puedan elegir un director más.

En toda esta disputa entre los accionistas mayoritarios de SQM, interesados en obtener su control, las AFP –accionistas minoritarios institucionales- han tenido un rol protagónico. Así, en la situación antes referida las AFP Habitat y Provida sorprendieron al mercado apoyando la postura de PCS, especialmente considerando que el director que efectuó la consulta a la SVS era representante de los accionistas minoritarios y era un acérrimo defensor de eliminar los límites de votación para permitir que las partes compitiesen por obtener el control de la compañía a través de una OPA.

En situaciones tan discutidas como ésta cada voto es fundamental y en esta ocasión los criterios de las AFP no fueron unánimes como en el caso Terra pues las otras AFP no estaban por la misma postura. Por lo mismo estos votos eran claves para ambos accionistas mayoritarios, pues en conjunto sumaban alrededor de un 10% del capital social.

Esta disputa por el control de SQM ha pasado más allá de una disputa entre privados, las Superintendencias de Valores y Seguros (SVS) y la Superintendencia de AFP (SAFP) se han visto envueltas en esta discusión.

La reinterpretación hecha por la SVS a los estatutos de la empresa y que terminó favoreciendo a Julio Ponce permitiéndole elegir un cuarto director y darle en definitiva el control de la sociedad, generó inquietud en la SAFP, la que consideró que no se estaban protegiendo los intereses de los accionistas minoritarios (afiliados a las AFP y dueños de los Fondos de Pensiones) y solicitó informes a sus fiscalizados a fin de determinar si fueron las AFP las que solicitaron al director José Antonio Silva que pidiera este pronunciamiento a la SVS y la finalidad u objetivos perseguidos.

La postura de la SVS es que su reinterpretación se basó en un tema de legalidad que podía ser aprovechado por todos los accionistas por igual y que abría la posibilidad que PCS o algún otro accionista buscara alianzas y votara en conjunto.

La incertidumbre que generó esta disputa por el control de SQM repercutió, en ese momento, negativamente en el valor de la acción de la compañía. No obstante lo anterior, durante este año, la acción de SQM se ha valorizado positivamente pues el

mercado apuesta a una eventual OPA por parte de alguno de los accionistas mayoritarios para hacerse definitivamente del control de la compañía.

c) CODELCO.

Las empresas públicas no están ajenas a los conflictos de interés y sin duda que una empresa como CODELCO, la mayor productora de cobre a nivel mundial, no es la excepción. Además, por tratarse de una empresa del Estado está permanentemente sujeta al escrutinio público y del mundo político.

Recientemente la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) solicitó informar a la empresa respecto de 23 contratos celebrados con partes relacionadas que no fueron incluidos en sus estados financieros. La SVS consultó a Codelco respecto de los criterios utilizados para determinar si se trata o no de operaciones relevantes que deban informarse al mercado a través de hechos esenciales. Según informó la empresa todas estas operaciones fueron conocidas y aprobadas por el directorio, de conformidad a la ley, y que no fueron informadas por considerar que no se trataba de operaciones significativas por monto o naturaleza, facultad que la ley entrega a cada emisor.

A raíz de estos cuestionamientos, Codelco determinó que informaría como hechos esenciales todos sus contratos celebrados con empresas y personas relacionadas sin importar el monto de los negocios. Además comunicó a la SVS las políticas que regularan sus negocios con personas relacionadas, señalando que la existencia de una relación, cualquiera sea su tipo, no impide la realización de negocios que sean de un claro interés para la empresa.

d) Otros casos con participación relevante de las AFP.

En el caso Telefónica Móviles citado en el Capítulo IV (nota al pie N° 71), las AFP solicitaron la modificación de los términos de la transacción entre Telefónica CTC y su empresa relacionada Telefónica Móviles S.A. Esta presión ejercida por estos accionistas minoritarios elevó el precio de venta en 50 millones de dólares y generó el pago de un dividendo extraordinario a los accionistas de 800 millones de dólares.

En la fusión de las empresas MASISA y Terranova, las AFP negociaron la relación de canje y condicionaron su aprobación a esta fusión al pago de un dividendo extraordinario de 54 millones de dólares y la baja incidencia del derecho a retiro causado en la operación.

Finalmente, la empresa AES Gener presentó graves problemas financieros que ponían en riesgo la inversión de 400 millones de dólares efectuada por las AFP en bonos de la compañía. Las AFP fueron capaces de negociar con la empresa y lograron el rescate anticipado e íntegro de su inversión por parte de Gener.

**La regulación de los conflictos de interés de los directores
como una medida de protección a los accionistas minoritarios
en la sociedad anónima.**

CAPÍTULO VI

**PROPUESTAS PARA MEJORAR LA PROTECCIÓN
DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS.**

Este capítulo final pretende aportar mi visión y propuestas para mejorar la protección a los accionistas minoritarios, a través del análisis que recoge mi visión personal del tema y la experiencia de personas que se desenvuelven en el mercado de capitales, especialmente como inversores de los fondos de pensiones chilenos. Obviamente estas opiniones se emiten desde el punto de vista de los accionistas minoritarios, no obstante lo cual, hacemos presente que no es nuestra intención sólo formular una crítica a nuestro mercado de capitales, sino más bien proponer medidas que tiendan a su mejoramiento y, además, sin desconocer los avances y virtudes que nuestra legislación ha venido presentado en la regulación de los agentes de este mercado.

1) Aspectos que atentan contra la protección de los accionistas minoritarios.

En esta etapa de la tesis claramente podemos distinguir dos aspectos fundamentales que limitan las posibilidades de los accionistas minoritarios para defender sus derechos frente a las actuaciones irregulares de los directores de sociedades anónimas. Estos puntos son básicamente una inadecuada regulación legal para prevenir los conflictos de interés y, cuando éstos se manifiestan generando perjuicios, la falta de un procedimiento judicial expedito que permita a los afectados obtener una rápida compensación por los daños sufridos.

Como hemos señalado a lo largo de este trabajo, la deficiente regulación de los conflictos de interés de los directores y de los ejecutivos principales de las sociedades anónimas es el principal aspecto que atenta en contra de una adecuada protección de los accionistas minoritarios. Esto no es una situación particular de nuestra legislación de sociedades sino que se trata de un fenómeno generalizado a nivel mundial y que obedece al hecho que regular los conflictos de interés de quienes dirigen una compañía es una labor sumamente compleja atendida la multiplicidad de situaciones y manifestaciones de esta clase de conflictos personales.

De esta forma, resulta presuntuoso pretender que por ley se puedan regular y sancionar las actuaciones de las personas cuando éstas actúan motivadas por sus ambiciones y sentimientos más profundos, los que obviamente son tan disímiles que cualquier enumeración que pretenda regularlos dentro de un cuerpo legal, nunca podrá abarcar (sancionando) en plenitud todos los casos en que se presenten conflictos de interés y con esto garantizar los derechos de los accionistas de una compañía.

En Chile, nuestra ley de sociedades anónimas no define qué se entiende por Conflictos de Interés y trata el tema estableciendo presunciones de su existencia en determinadas actuaciones de un director⁸⁵, lo que obliga a este último a probar que no actuó motivado por conflictos de interés o que el acto o contrato se ajustó a condiciones de mercado o que las condiciones de negociación reportaron beneficios a la sociedad, sólo si es demandado por otros accionistas o requerido por la autoridad.

Los conflictos de interés pueden ser mucho más amplios y variados que los casos y situaciones establecidos en la ley lo que dificulta su identificación e incluso, aunque una operación reporte beneficios para la sociedad o haya sido aprobada por la Junta de Accionistas, puede generar perjuicios a otros accionistas o terceros, los que a falta de una adecuada regulación pueden quedar en la indefensión.

Esta tesis sostiene que la incorporación de una definición legal amplia del concepto "Conflictos de Interés"⁸⁶ sumado a un procedimiento judicial rápido y expedito permitiría a los accionistas minoritarios o a cualquier afectado por una actuación ilegítima

⁸⁵ Art. 44 de la Ley de Sociedades Anónimas.

⁸⁶ Ver Capítulo I.

de un director, demandar por los perjuicios sufridos y obtener la indemnización correspondiente de parte del responsable.

Las regulaciones actualmente vigentes en nuestro mercado de capitales permiten a la Superintendencia de Valores y Seguros sancionar económicamente con multas a los directores de sociedades anónimas que incurren en operaciones irregulares en perjuicio de los demás accionistas y ha obtenido algunos resultados positivos y ejemplificadores⁸⁷ para el resto del mercado; sin embargo, las personas que han sido directamente afectadas por las actuaciones con interés y han sufrido perjuicios económicos no se ven beneficiadas con el producto de las multas, las que son a beneficio fiscal.

De esta manera, sobretudo en el caso de los pequeños accionistas que se vieron dañados en su patrimonio por los directores que actuaron con interés deben demandarlos por la vía judicial ordinaria, mediante extensos juicios civiles que pueden durar muchos años y que no les permiten obtener una real indemnización de perjuicios o de manera muy extemporánea.

Además, debemos considerar que en el caso de los pequeños accionistas no organizados como los inversionistas institucionales, puede resultar tremendamente oneroso litigar en contra de empresas y directores que disponen de vastos recursos económicos para contratar a los mejores abogados de la plaza y sostener por largo tiempo juicios de un resultado incierto, lo que en definitiva acrecienta sus pérdidas y genera un mayor perjuicio.

2) Propuestas para mejorar la protección de los accionistas minoritarios.

Como hemos señalado en el punto anterior, un primer paso para mejorar la protección de los accionistas minoritarios pasa por perfeccionar nuestra legislación de sociedades anónimas, especialmente en lo referido a los gobiernos corporativos. Frente a este requerimiento existen dos posibilidades para el legislador, aumentar los controles y la regulación de los agentes del mercado u otorgarles mayor libertad, estableciendo un

⁸⁷ En el Capítulo V tratamos varios casos, siendo especialmente relevante la sanción impuesta a los gestores claves del Caso Chispas.

marco general dentro del cual deban desenvolverse y dejando que sean las propias empresas y sus directivos quienes se autorregulen.

La falta de controles y de regulación legal de los agentes financieros es señalada como una de las grandes causas de la actual crisis económica mundial. Se critica que las autoridades locales, especialmente en Estados Unidos, se relajaron en los controles a las entidades financieras, las que al ver que podían actuar libremente, se avocaron a generar ganancias sin el respaldo económico suficiente, generando una burbuja que terminó por reventar. Esta situación ha generado que se levanten numerosas voces solicitando una mayor intervención de la autoridad aumentando los controles⁸⁸ y la regulación para sancionar a quienes obtienen ganancias ilegales o en perjuicio de los accionistas, especialmente los minoritarios.

Creemos que, en general, los extremos no son buenos, y no obstante que una fuerte regulación legal o una amplia libertad para emprender pueden tener sus virtudes y desventajas, lo más adecuado es tender a buscar los equilibrios entre ambas posiciones. Los periodos de crisis debieran ayudar para sacar lecciones y corregir las deficiencias de los sistemas legales sin caer en excesos que a largo plazo pueden ser mucho más perniciosos que las causas que originaron los problemas. A continuación propongo algunos puntos que pueden aportar a este debate:

- **Aumento de las facultades de fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros.**

Como hemos señalado, uno de los aspectos más criticados de la actual crisis financiera mundial es el hecho de que se culpa a los organismos fiscalizadores de no cumplir convenientemente su función de regular los mercados y a sus agentes, permitiéndoles actuar libremente y sin mayores controles. A este respecto cabe señalar que mientras los mercados operaban generando ganancias para todos, nadie se quejaba, pero cuando empezaron los problemas se apuntó especialmente a la SEC en Estados Unidos, por no haber prevenido esta crisis, advirtiendo a tiempo que las operaciones que se efectuaban no tenían detrás un real respaldo financiero.

⁸⁸ A modo de ejemplo podemos señalar que en Argentina la crisis financiera mundial y la ineficiencia del mercado fue el argumento utilizado por el gobierno para estatizar las AFJP. Por su parte, en Chile no han faltado las voces que claman por seguir este mismo camino.

Esta situación refleja que siempre es conveniente que la autoridad fiscalizadora tenga las facultades legales y los recursos necesarios para cumplir sus funciones. De esta manera, creemos que es necesario aumentar las facultades fiscalizadoras de la Superintendencia de Valores y Seguros en Chile y fundamentalmente dotándola de un mayor presupuesto para permitirle efectuar un control más directo y permanente a las sociedades anónimas abiertas, pues puede existir un excelente marco normativo pero si no hay recursos para su implementación es prácticamente letra muerta.

Un primer paso en este sentido se encuentra en trámite a través de un proyecto que busca modernizar el gobierno corporativo de la SVS⁸⁹.

La eficiencia no depende solamente de buenas modificaciones legales y de que la SVS se transforme prácticamente en un interventor omnipresente interviniendo en todas las decisiones de las compañías, también es fundamental la colaboración de las sociedades fiscalizadas y que los propios órganos internos de control y los auditores externos adviertan a tiempo la manifestación de los conflictos de interés y los denuncien oportunamente.

- **Directores independientes.**

También debe profundizarse nuestra legislación en el tema de los directores independientes. La Ley N° 20.255 que estableció la Reforma Previsional, introdujo una serie de modificaciones que obligan a las Administradoras de Fondos de Pensiones a incorporar un mínimo de dos directores autónomos en su directorio, entendiendo por tales a quienes no tengan ninguna vinculación con la AFP, su grupo empresarial, ni los

⁸⁹ Actualmente se encuentra en tramitación un proyecto que transforma la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) en la Comisión de Valores y Seguros (CVS). Este cambio busca impulsar el crecimiento, la transparencia y el mejor gobierno del mercado de capitales, mediante la transformación de un órgano unipersonal a una estructura colegiada con altos grados de autonomía, que se compone de un Consejo Directivo y una Audiencia de Valores y Seguros. Se contempla exclusivamente cambiar el gobierno corporativo de la SVS y el proceso sancionador, el resto de las funciones y atribuciones de la actual SVS se mantienen intactas.

Los objetivos de la CVS son los siguientes:

- Hacer más eficiente el proceso regulatorio para facilitar el dinamismo del desarrollo del mercado y su contribución al crecimiento del país.
- Favorecer el resguardo de la calidad y oportunidad del cumplimiento de la ley y la norma, de manera de resguardar mejor la fe pública en un mercado en creciente masificación y complejidad.
- Ganar en transparencia, rendición de cuentas y calidad de servicio a la ciudadanía.
- Incrementar la eficiencia en la gestión, dándole mayor persistencia y predictibilidad a las decisiones institucionales.

(Fuente: Proyecto Comisión Valores y Seguros, www.svs.cl)

ejecutivos principales (Art. 156 bis DL 3.500). Tampoco pueden ser directores de una AFP los directores de otras sociedades, sean nacionales o extranjeras, del grupo empresarial al cual pertenezca la Administradora (Art. 156 DL 3.500). Por otra parte, se las obliga a votar por directores independientes en las sociedades en que invierten los fondos de pensiones (Art. 155 DL 3.500).

Estas exigencias establecidas imperativamente por la vía legal para las AFP deberían replicarse para el resto de las sociedades anónimas como una manera de introducir y practicar el concepto de “independencia” dentro de nuestro mercado de capitales.

La crisis financiera actual ha demostrado que la existencia de directores independientes, no obstante tratarse de una práctica positiva y recomendable, no garantiza por sí sola el correcto funcionamiento de un directorio. Un factor que necesariamente debe ir a la par con la independencia es que todos los directores, los autónomos y los designados por los accionistas controladores, sean profesionales en el desarrollo de sus funciones y tengan un importante conocimiento y experiencia en el negocio en el cual participan, razón por la cual debiera requerirse un título profesional o grado académico para ejercer como director de empresas. Es vital que los directores sean capaces de visualizar bien los riesgos de los negocios que efectúa la compañía, para tomar decisiones que apunten al beneficio de la sociedad y a proteger los intereses de todos los accionistas, condiciones que son más factibles de encontrar en alguien con una adecuada preparación profesional.

También dentro de la labor de los directores independientes es recomendable profundizar las atribuciones de los Comités de Directores, los que deberían estar compuestos en su mayoría por directores autónomos, sin vínculos con el accionista controlador de la compañía.

Especialmente relevante es el caso del Comité de Auditoría, que debe componerse por una mayoría de directores autónomos, lo que claramente le otorga una mucho mayor independencia a dicho órgano para cumplir su función fiscalizadora.

Estos dos aspectos (independencia y profesionalismo) son los factores principales que buscan las Administradoras de Fondos de Pensiones en los directores por los cuales votan en las sociedades en que invierten. Esta forma de actuar que desde hace varios años han mantenido las AFP fue recogida por el legislador en la reforma previsional al establecer el Registro de Directores por los cuales pueden votar las Administradoras en las sociedades en que invierten los fondos⁹⁰.

- **Autorregulación.**

De la mano con lo anteriormente expuesto, un punto que aparece como sustancial en el buen funcionamiento del gobierno corporativo es la propia autorregulación que puedan establecer las sociedades anónimas. Es evidente que ninguna legislación independientemente del mayor o menor grado de regulación que establezca, es capaz de ponerse en todas las situaciones de conflictos de interés que pueden darse al interior de las empresas. De esta manera, son los propios accionistas los llamados a fijar los parámetros en los cuales pueden desenvolverse sus directores y ejecutivos para alcanzar los objetivos de la compañía.

La autorregulación permite a las sociedades dictar sus propias normas, adaptadas a su propia realidad e intereses. Lo cierto es que un marco autorregulatorio de cumplimiento meramente voluntario por parte de quienes están llamados a cumplirlo es ineficaz y pierde su objetivo. Creemos que las normas autorregulatorias deben ser exigibles y sancionadas legalmente para darles un carácter de cumplimiento obligatorio a quienes deban someterse a ellas. Así, en su origen cuando se establecen y se dictan estas normas autorregulatorias pueden ser voluntarias y libres para fijarlas, pero una vez aprobadas por el directorio o la junta de accionistas, deberían transformarse en una ley para la sociedad mediante una norma legal que así lo establezca, es decir, que una vez aprobadas las normas autorregulatorias por los órganos internos de la sociedad, se pueda exigir su cumplimiento y se sancione legalmente su infracción. Esto permitiría a quienes se vean afectados por una actuación de un director o ejecutivo en contravención a estas normas autoimpuestas pueda exigir la correspondiente indemnización de perjuicios, asimismo, esto facilitaría la función fiscalizadora de la Superintendencia de Valores y Seguros, la que puede hacer exigible y sancionar su incumplimiento.

⁹⁰ Ver Cap. IV, N° 2 de esta tesis.

La grave crisis financiera actual en Estados Unidos y que se extendió al resto del mundo, tiene su origen en la falta de regulación y fiscalización a un mercado que se dedicó a transar instrumentos financieros sin respaldo económico. Han quedado de manifiesto los efectos y consecuencias de una falta de regulación y control de la Autoridad a los agentes financieros. Mucha libertad se prestó para que los intereses individuales llevaran a la quiebra al mercado más evolucionado, fuerte y poderoso del mundo.

En el Capítulo I nos referimos a los Códigos de Ética, mecanismo a través de los cuales debería materializarse la autorregulación de las sociedades, los que una vez aprobados por los órganos internos de la sociedad, deberían tener un carácter obligatorio y su incumplimiento sancionado en la ley, en este caso por la Ley de Sociedades Anónimas.

Dentro de la autorregulación, deben cumplir una importante función fiscalizadora los Comités de Ética, que al igual que el Comité de Auditoría debería estar compuesto por una mayoría de directores independientes.

- Facilitar el derecho a retiro de los accionistas.

Otra medida de protección a los accionistas minoritarios, y que no ha sido objeto de un análisis específico en este trabajo, es el derecho a retiro, el que permite a los accionistas optar por abandonar la sociedad anónima, previo pago del valor de sus acciones, ante una modificación de los elementos esenciales de ésta y que se tuvieron en cuenta al momento de adquirir las acciones.

La tendencia actual de nuestro legislador apunta a amparar los intereses de los accionistas minoritarios, ya sea ampliando las causales que otorgan el derecho a retirarse de la sociedad o incorporando nuevas figuras, como las ofertas públicas de adquisición de acciones y los comités de directores.

Esta mayor protección de los accionistas minoritarios no es inocua para la sociedad pues muchas veces genera mayores gastos o entorpece su administración. En el caso específico del derecho a retiro y el aumento de las causales que lo otorga, además de la compañía, también se afecta a los acreedores de la sociedad, quienes

contrataron con una sociedad teniendo en consideración que ésta tenía un determinado patrimonio, el que puede verse disminuido como consecuencia del retiro de sus accionistas y por ende perjudicando su garantía. El derecho a retiro también afecta a los tenedores de bonos de una sociedad, quienes podrían haber pactado que la empresa mantendría un determinado nivel de endeudamiento, que puede verse alterado por este derecho. De esta manera, el derecho de retiro limita algunas decisiones del directorio o de los accionistas mayoritarios, quienes prefieren no tomar acuerdos que puedan otorgar derecho a retiro a los disidentes.

En consecuencia, como medida de protección de los derechos de los accionistas minoritarios, el derecho a retiro no siempre es la mejor alternativa para un accionista disidente. Es más, hasta podría favorecer a un directorio o accionista mayoritario que actuó con interés, pues para éste podría llegar a ser conveniente la salida de un grupo de accionistas y estar dispuesto a pagar el precio de esto, pues la ganancia obtenida puede ser lo suficientemente atractiva como para pagar este precio.

El mercado de capitales requiere que la ley proteja adecuadamente a los accionistas que invierten sus recursos en una empresa determinada, y no puede favorecer a los directivos que actúen indebidamente, anteponiendo y privilegiando sus intereses personales, por sobre los demás accionistas de la compañía, a los que si no están de acuerdo con una decisión no les quede otro camino que retirarse de la sociedad.

- Remuneración de los directores y ejecutivos.

La actual crisis financiera mundial ha puesto en primer plano la necesidad de regular, vía legal o internamente dentro de las empresas, los sistemas de remuneración de los ejecutivos.

La denominada “Crisis Subprime” en Estados Unidos, ha puesto en serios problemas financieros a entidades financieras de todo el mundo, obligando a la intervención de los gobiernos locales a fin de asistir económicamente a las instituciones en problemas. Esta crisis evidenció la existencia de fallas no sólo en la regulación legal de los distintos países afectados sino que también en el funcionamiento de los gobiernos corporativos de las empresas.

Los riesgos de mal funcionamiento de los gobiernos corporativos aumentan cuando los principales ejecutivos reciben grandes compensaciones variables ligadas a los resultados de la compañía toda vez que el incentivo para generar ganancias a cualquier costo es enorme. El problema se presenta cuando estas ganancias se obtienen indebidamente o asumiendo riesgos que deben soportar todos los accionistas y no quienes generaron los problemas. Así, cuando los riesgos excesivos se vuelcan en contra de la compañía afectando sus resultados, los ejecutivos son despedidos pero los daños y sus costos deben enfrentarlos los accionistas que pierden su capital, los empleados que pierden su trabajo y los acreedores quienes no podrán cobrar sus acreencias.

En países como Chile, en que la propiedad de las empresas se encuentra mucho más concentrada que en Estados Unidos, este problema puede ser aún mayor si los directores y ejecutivos nombrados por el accionista controlador intervienen en las decisiones buscando beneficiar a quien los puso en el cargo por sobre el interés colectivo.

No obstante lo anterior, las compensaciones variables siguen siendo un mecanismo válido y eficaz para incentivar a los ejecutivos, pero deben establecerse resguardando los intereses generales de la compañía y no sólo ligadas a resultados de corto plazo. Los sistemas de compensación deben revisarse periódicamente, debiendo ponerse especial atención en que éstos no incentiven a los ejecutivos a tomar riesgos más allá de los niveles buscados por el directorio y los accionistas.

Es conveniente que las Juntas de Accionistas establezcan o encomienden a los directorios de las sociedades la creación de procedimientos formales para identificar, medir y controlar en lo posible los riesgos que pueden generar cambios significativos en el valor de las empresas. La actual crisis financiera ha demostrado que no es suficiente sólo cumplir con la ley pues se requiere un control más exhaustivo de los dueños del negocio.

Otro aspecto relevante es que exista transparencia respecto de las operaciones fuera de balance⁹¹. Es fundamental que de existir esta clase de negocios, se establezcan los mecanismos de control y auditoría que permitan conocerlos y regularlos poniendo especial atención en su legitimidad e implicancias. El problema se presenta cuando estas

⁹¹ No todas las operaciones que no se registran en los estados financieros de la compañía son necesariamente ilegítimas o ilegales. Por ejemplo en Chile las operaciones de securitización de activos son aceptadas y realizadas por bancos y empresas de retail.

operaciones fuera de balance son desconocidas o mal entendidas por el directorio. Especialmente relevantes en el control y fiscalización de esta clase de operaciones serían el Comité de Auditoría y el Comité de Inversiones.

En definitiva, la realidad ha demostrado que el hecho de tener ejecutivos bien remunerados no redundaría necesariamente en una mejor administración de la compañía, por lo que se hace necesario regular y evaluar permanentemente los sistemas de incentivos. En nuestra opinión, establecer regulaciones por la vía legal no es lo adecuado. Es más factible y conveniente que sean los propios accionistas quienes establezcan los incentivos económicos fijando metas y premios a largo plazo, asociando su pago a los cumplimientos personales y colectivos de la empresa.

- Rotación de directores.

Una medida que hace años vienen practicando las AFP es que los directores elegidos con sus votos no pueden permanecer más de dos o tres periodos en su cargo. Esto permite ir renovando los directorios y permitir el ingreso de personas con nuevas ideas y otras visiones para una compañía.

Además la renovación de los directorios tiene un importante efecto fiscalizador pues evita que se perpetúen en el tiempo o se escondan malas prácticas corporativas, que al ser advertidas por los nuevos directores deberían denunciarlas para sancionar a los responsables o corregir procedimientos que pudieran afectar al buen gobierno corporativo.

- Información privilegiada.

Un aspecto de que no ha sido especialmente tratado en esta Tesis y que se encuentra muy ligado a los conflictos de interés es el tratamiento y regulación legal de la información privilegiada a que tienen acceso por su cargo o sus contactos los directores de sociedades anónimas.

En esta materia, de la mano de dotar a la SVS de mayores facultades fiscalizadoras, en mi opinión, se requiere endurecer las sanciones económicas y penales para quienes obtienen beneficios ilegítimos por esta causa.

- **Incorporar los principios de los gobiernos corporativos⁹².**

Lentamente nuestro legislador ha ido incorporando los principios de los gobiernos corporativos a nuestra legislación de sociedades. Se han anunciado proyectos de ley que reforman el mercado de capitales cuyos Mensajes proponían importantes cambios incorporando estos principios, sin embargo, después se han promulgado las reformas con tímidas aproximaciones a los objetivos perseguidos.

En lo que respecta a la regulación de las Administradoras de Fondos de Pensiones si ha habido consenso en el Parlamento para aprobar regulaciones a las sociedades administradoras basadas en los principios de los gobiernos corporativos. Así por ejemplo la Ley 20.255 que establece la Reforma Previsional obligó a las AFP a incorporar un mínimo de directores independientes en sus directorios. Normas como esta o las que regulan expresamente los conflictos de interés de los directores y ejecutivos de las AFP⁹³ deberían extenderse a todas las sociedades anónimas abiertas en Chile.

La incorporación de esta clase de normas obligaría a las sociedades a incorporar los principios de los gobiernos corporativos, los que favorecen la eficiencia y transparencia de la administración, lo que debería beneficiar a los accionistas minoritarios, mejorando su protección frente a los directores y ejecutivos, sobretodo cuando éstos son elegidos por el accionista controlador de la sociedad.

- **Reformar los procedimientos judiciales para reclamar la indemnización de perjuicios.**

En el Capítulo III de esta Tesis tratamos el tema de la responsabilidad de los directores por los perjuicios causados en el ejercicio de sus funciones. En esa oportunidad pudimos ver que tanto en Chile como en la legislación comparada existen normas y principios que establecen la responsabilidad de los directores tales como la solidaridad de los involucrados en una actuación que genere daños y la obligación de indemnizar perjuicios a quienes se vean afectados por actuaciones irregulares en el ejercicio de sus funciones.

⁹² Estos principios fueron analizados en el Capítulo II de esta Tesis.

⁹³ Ver Capítulo IV, N° 2) de esta Tesis.

Estas normas de responsabilidad son poco oficiosas si los afectados no disponen de un procedimiento judicial adecuado que les permita obtener una pronta y justa indemnización de perjuicios por el daño patrimonial que les ocasione una actuación motivada por conflictos de interés de algún director de la sociedad.

En tiempos en que se imponen los principios de oralidad, rapidez e inmediatez en los procedimientos judiciales, en Chile nos encontramos con un procedimiento civil de hace más de cien años que claramente no se adapta a las necesidades actuales. Además, hay que agregar los problemas derivados de la enorme recarga de trabajo de los Tribunales en primera instancia y en las Cortes, lo que implica que los juicios demoran años hasta obtener una sentencia definitiva y ejecutoriada.

Obviamente este escenario no favorece a los accionistas que han sido afectados por actuaciones irregulares de directores y que deben demandar judicialmente una indemnización de perjuicios. Esta situación es aún más grave en el caso de las personas naturales, pequeños accionistas, que no pueden esperar tanto tiempo y que necesitan que se les restituya lo antes posible su patrimonio.

Si bien es deseable y necesario un procedimiento ágil y expedito para demandar a los directores, el principal problema que visualizamos se encuentra en la prueba de hechos difíciles de probar como son los conflictos de interés que puedan afectar a un ejecutivo y los perjuicios propiamente tal. Creemos que no es posible privilegiar solamente la celeridad en los juicios dejando de lado otros principios fundamentales como la certeza jurídica.

Un aspecto muy relevante en esta materia en la actual regulación de nuestra Ley de Sociedades Anónimas es el hecho que frente a un conflicto de interés se presume la culpabilidad del director, lo que lo obliga a probar que no actuó con interés en una operación. Frente a un procedimiento judicial más abreviado o más rápido que el actual sería precisamente el director demandado el que dispondría de menos tiempo para reunir sus pruebas, un factor que podría ser tremendamente disuasivo para no cometer infracciones legales y no verse expuesto a un juicio civil en donde los afectados pueden obtener una rápida indemnización ante la imposibilidad de probar que se actuó conforme a derecho.

En mi opinión, una reforma al procedimiento civil en esta materia debiera seguir la tendencia de las reformas a la justicia penal, de familia y laboral que han incorporado los principios de la oralidad e inmediación en los juicios.

Obviamente se requiere de los recursos económicos suficientes que permitan un adecuado funcionamiento de los Tribunales, de lo contrario, nos encontraríamos con los mismos problemas de retraso que actualmente tienen los Juzgados Civiles⁹⁴.

⁹⁴ Actualmente existen proyectos de reforma del procedimiento civil que no han prosperado atendido que las autoridades han privilegiado las reformas al sistema procesal penal, de familia y, en el último tiempo, a la justicia laboral.

**La regulación de los conflictos de interés de los directores
como una medida de protección a los accionistas minoritarios
en la sociedad anónima.**

CONCLUSIONES

Dentro de los objetivos planteados al inicio de este trabajo, se encuentra proponer alternativas de mejoramiento de nuestra actual legislación en lo referido a la protección de los derechos de los accionistas minoritarios frente a las actuaciones de los directores de la sociedad anónima.

Como hemos analizado en los capítulos anteriores, los conflictos de interés se presentan permanentemente en mayor o menor medida en la sociedad anónima. La ley no los prohíbe y reconoce su existencia, pero también establece sus consecuencias, siendo la principal, la obligación de indemnizar los perjuicios causados a los afectados, que por lo general son los accionistas minoritarios de la sociedad.

La tendencia mundial es de regular la actuación de los administradores de las compañías y proteger a los inversionistas, dándoles herramientas para defender sus intereses y reclamar los perjuicios provocados por actuaciones defender sus intereses y reclamar los perjuicios provocados por actuaciones culpables o dolosas de quienes están llamados precisamente, a velar por sus intereses e inversiones. En Japón, un estudio de la Agencia de Servicios Financieros (FSA) determinó que una de cada diez compañías que cotizan en bolsa, engañaron a sus accionistas en sus estados financieros. Frente a esto se hace imperioso dictar leyes al estilo de la Sarbanes-Oxley en Estados Unidos, que aumentó considerablemente las responsabilidades y sanciones para los directores y administradores de la sociedad anónima, para proteger a los accionistas minoritarios.

En Chile, la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas, presenta una fragmentariedad, multiplicidad y ambigüedad de normas, que no regula de manera clara y sistemática esta materia. Un importante avance en la protección de los derechos de los

accionistas minoritarios fue la Ley N° 19.705, sobre Oferta Pública de Acciones y Gobiernos Corporativos, que introdujo varias reformas al mercado de capitales tendientes a regular los conflictos de interés entre accionistas controladores y minoritarios, recogiendo principios y prácticas de mercados financieros más desarrollados. Los principales cambios se orientaron a establecer una mejor calidad de la información entregada por las empresas, la constitución de Comités de Auditoría al interior de las Sociedades Anónimas abiertas, la modernización de los estándares de supervisión y la regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones.

A pesar de los notables avances que significó la Ley N° 19.705, nuestra legislación societaria sigue presentando falencias, y las dos principales leyes que regulan este tema, la Ley de Sociedades Anónimas y la Ley de Mercado de Valores, siguen sin otorgar una adecuada protección a los accionistas minoritarios frente a actuaciones de directores de sociedades anónimas que, en el pasado y seguramente lo seguirán haciendo en el futuro, continúan enfrentándose a conflictos de interés en el cumplimiento de sus funciones.

Como señalamos en el Capítulo I, los conflictos de interés se pueden presentar de tantas y diferentes formas, como variados y múltiples son los afanes y motivaciones humanas. Lo anterior, hace imposible una ley que tipifique una a una las conductas constitutivas de conflicto de interés para sancionarlos lo que demuestra la ineficacia normativa para anteponerse a ellos y prevenir sus efectos. Por ejemplo la antes citada Ley Sarbanes Oxley y otras leyes americanas que fueron alabadas en su oportunidad, no fueron eficaces para impedir la actual crisis financiera mundial surgida de la Crisis Subprime.

La hipótesis planteada en esta tesis es que la insuficiente regulación legal de los conflictos de intereses de los directores de las sociedades anónimas implica una desprotección de los intereses de los accionistas minoritarios. Asimismo, y como contrapartida, una de las ideas centrales sostenida en este trabajo es que, una buena regulación de los conflictos de interés de los directores de la sociedad anónima, es una medida de protección a los accionistas minoritarios. Como es obvio, esta frase no puede pasar más allá de una declaración de principios, pues no existe ninguna norma perfecta e infalible con miras a este objetivo, sobretodo considerando la complejidad del tema.

Como pudimos apreciar en el Capítulo anterior, cuando analizamos varios casos prácticos en que las actuaciones de algunos directores y administradores de sociedades anónimas ocasionaron perjuicios a los accionistas minoritarios, uno de los aspectos en los que los jueces encontraron dificultades para sancionar los conflictos de interés que se presentaban de manera evidente, fue que la ley no definía que se debía entender por tales, razón por la cual estimaban que no podía sancionarse a directores por haber cometido infracciones respecto de hechos que no se encontraban claramente establecidos en la ley.⁹⁵

A partir de los aspectos que nos llamaron la atención en los casos estudiados, podemos distinguir los siguientes puntos en la Ley de Sociedades Anónimas que limitan la regulación de los conflictos de interés:

a) Atendida la multiplicidad y variedad de formas en que se presentan los conflictos de interés, muchas veces es difícil desenmascararlos o dejarlos en evidencia, lo que impide a los afectados demandar por los perjuicios causados pues no es fácil distinguir claramente cuáles han sido las normas legales infringidas.

b) Consecuencia de lo anterior, la utilización de conceptos jurídicos de naturaleza indeterminada (Por Ej. orden público económico), impide a los afectados imputar responsabilidad por la infracción de obligaciones que no se encuentran claramente establecidas en la ley y, además, dificulta la prueba de las obligaciones.

c) No existe en la ley una definición conceptual de Conflictos de Interés, un punto que nos parece fundamental para resolver los dos problemas anteriores. La falta de una definición legal limita la defensa de los afectados por actuaciones de directores de sociedades anónimas, pues al no estar definida la obligación, no puede aplicarse una sanción.

Reiteramos que una buena definición legal de “Conflictos de Interés” puede contribuir a una mayor protección de los accionistas minoritarios, quienes frente a cualquier situación donde éstos se presenten, puedan exigir que se les indemnice por los responsables los perjuicios que se les ocasionen. En el Capítulo I propusimos la siguiente

⁹⁵ Ver en el Capítulo V, los argumentos del Voto de Minoría de la sentencia de la Corte Suprema en el Caso Chispas.

definición de conflictos de interés: “La pugna o lucha interna que contrapone los intereses particulares de un director con las obligaciones derivadas de su posición, y que influyen para inclinar su ánimo o sus decisiones hacia una persona, natural o jurídica, distinta de la sociedad que administra.”

Una conveniente definición legal contribuiría en la protección de los derechos de los accionistas minoritarios pues permitiría enmarcar una amplia gama de situaciones dentro de la definición conceptual, lo que una vez acreditado y, aplicando la regulación actualmente vigente, por ejemplo obligaría al director que actuó con interés a probar que no hubo perjuicio para la sociedad o sus accionistas.

Un movimiento muy activo e influyente a nivel mundial como el de los Gobiernos Corporativos, cuyos objetivos esenciales son proporcionar una estructura eficiente de incentivos para la administración de una compañía, lo que maximiza su valor, y establecer las medidas necesarias para que la administración no tome el control absoluto de las decisiones, afectando de esta forma los intereses de accionistas minoritarios, acreedores e inversionistas externos, puede aportar mucho a la legislación nacional. Aspectos como la autorregulación y la importancia de los directores independientes, tomados de este movimiento, poco a poco se están incorporando a nuestra realidad.

El correcto funcionamiento del mercado de capitales se basa en la confianza entre sus distintos actores, así, los accionistas confían en que los directores desempeñarán sus funciones siempre con lealtad y diligencia, privilegiando siempre el deber hacia la sociedad por sobre sus intereses personales. Cuando las bases se derrumban, los perjuicios no sólo afectan a las partes involucradas en una actuación irregular, sino que se perjudica a todo el mercado y a la sociedad en su conjunto. En lo inmediato, una transacción irregular en una sociedad anónima abierta, perjudica a millones de trabajadores chilenos que son accionistas minoritarios a través de su AFP, en la que deben cotizar obligatoriamente para que con los fondos acumulados se financien sus futuras pensiones. La pérdida de confianza también tiene un efecto en los accionistas individuales que dejaran de invertir y de ahorrar en un mercado que no los ampara convenientemente frente a actuaciones irregulares de los agentes que dirigen las empresas. Todo lo anterior redundaría en una economía que no crece con graves consecuencias sociales y políticas.

Un objetivo de este trabajo ha sido resaltar los beneficios con que las Administradoras de Fondos de Pensiones han contribuido en nuestro mercado de capitales. Un primer aporte se refleja en que el crecimiento sostenido de los Fondos de Pensiones y de la inversión que realizan las AFP, ha aumentado la liquidez del mercado de capitales, lo que ha requerido de una mayor profesionalización de los agentes financieros y la necesidad de adoptar nuevas tecnologías que permitan un adecuado manejo de una cada vez mayor oferta de instrumentos financieros.

También las AFP han efectuado un importante aporte al mercado societario en cuanto a la regulación de los conflictos de interés, aplicando los principios de los Gobiernos Corporativos. Este aporte se manifiesta principalmente a través de la acción directa de monitoreo e intervención de las AFP ejerciendo sus derechos como accionistas minoritarios y/o tenedores de bonos, y promoviendo cambios al sistema legal y de supervisión en el que se desenvuelven las empresas.

Un aspecto que considero importante destacar, es que no pocas veces, el dinamismo de la economía contribuye a que las personas y el mercado, olviden con prontitud situaciones en que directores de sociedades anónimas, que no cumplieron con su deber legal de defender los derechos de todos los accionistas de la sociedad y que actuaron motivados por intereses personales, generando perjuicios a los accionistas minoritarios porque no supieron resolver sus conflictos de intereses. Este olvido y el paso del tiempo contribuyen a que, lamentablemente los responsables no sean sancionados, por una ley que es poco drástica en esta materia y por el mercado que tiene mala memoria, sobretodo si en la actualidad una sociedad rinde buenos frutos, no importa lo que hayan hecho en el pasado sus administradores.

En definitiva, es fundamental que el legislador proteja con decisión los intereses de los inversionistas en el mercado de capitales, con buenas leyes y proporcionando los elementos necesarios para que los distintos agentes que actúan en él se sientan amparados en sus derechos, y en caso de ocurrir irregularidades, se sancione con prontitud a los responsables y se indemnice a quienes resultaren perjudicados por una actuación dolosa o culpable.

Cualquier modificación legal actual o que se incorpore en el futuro a la legislación chilena, debe ir acorde con los Tratados de Libre Comercio que se están implementando en nuestro país y con el proceso de apertura a los mercados mundiales que vive Chile.

Finalmente, podemos señalar que el establecimiento de estándares que regulen el comportamiento de todos los miembros de una compañía determinando obligaciones y responsabilidades de estos con la comunidad, los inversionistas y financistas, redundará en beneficios para las empresas que pueden obtener financiamiento a menores costos, mejorar su imagen pública y su calificación de riesgo, entre otros aspectos, lo que en definitiva, contribuye a maximizar su valor, y se traduce en beneficios para todos sus accionistas.

**La regulación de los conflictos de interés de los directores
como una medida de protección a los accionistas minoritarios
en la sociedad anónima.**

GLOSARIO

Accionista controlador: Es controlador de una sociedad toda persona o grupo de personas con acuerdo de actuación que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, participa en su propiedad y 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; b) Influir decisivamente en la administración de la sociedad.⁹⁶

Accionistas mayoritarios: Son aquellos que ejercen el control de la compañía o influyen en su dirección.⁹⁷

Accionistas minoritarios: Entendemos por tales a aquellos cuya participación en el capital es de escasa importancia y cuyo interés es también escaso.⁹⁸

Administradores: Dentro de este concepto se incluyen los directores y gerentes de las sociedades anónimas, quienes tienen facultades de administración y pueden obligar validamente a la sociedad.

Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP): Sociedades anónimas cuyo objeto exclusivo es administrar Fondos de Pensiones y otorgar y administrar las prestaciones y beneficios previsionales establecidos en el D.L. N° 3.500.⁹⁹

⁹⁶ Art. 97, Ley N° 18.045.

⁹⁷ CAREY BUSTAMANTE, GUILLERMO, De la sociedad anónima y la responsabilidad civil de los directores, Editorial Universitaria, Primera Edición, Santiago, 1992, p. 75.

⁹⁸ CAREY BUSTAMANTE, GUILLERMO, Ob. cit., p. 75.

⁹⁹ Art. 23, D.L. N° 3.500 de 1980.

Directorio: Ente elegido por la junta de accionistas que ejerce la administración de la sociedad anónima, y la representa judicial y extrajudicialmente para el cumplimiento del objeto social.

Directores: Personas naturales miembros del directorio de una sociedad anónima.

Grupo empresarial: Es el conjunto de entidades que presentan vínculos de tal naturaleza en su propiedad, administración o responsabilidad crediticia, que hacen presumir que la actuación económica y financiera de sus integrantes está guiada por los intereses comunes del grupo o subordinada a éstos, o que existen riesgos financieros comunes en los créditos que se les otorgan o en la adquisición de valores que emiten.¹⁰⁰

Personas relacionadas: Se consideran Personas Relacionadas con una sociedad: a) Entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial; b) Matrices, filiales, coligantes y coligadas; c) Personas naturales vinculadas a la administración: directores, gerentes, administradores, liquidadores de la sociedad y sus cónyuges o sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad; d) Toda persona que por sí sola o en conjunto con otras, pueda designar al menos un miembro de la administración o controle un 10% o más del capital de una sociedad.¹⁰¹

Sociedades Anónimas (S.A.): Son personas jurídicas formadas por la reunión de un fondo común, suministrado por accionistas responsables sólo por sus respectivos aportes, administradas por un directorio integrado por miembros esencialmente revocables.¹⁰²

Sociedad filial: Es sociedad filial de una sociedad anónima, que se denomina matriz, aquella en la que ésta controla directamente o a través de otra persona natural o jurídica más del 50% de su capital con derecho a voto o del capital, si no se tratare de una sociedad por acciones o pueda elegir o designar o hacer elegir o designar a la mayoría de sus directores o administradores.¹⁰³

¹⁰⁰ Art. 96, Ley N° 18.045.

¹⁰¹ Art. 100, Ley N° 18.045.

¹⁰² Art. 1, Ley N° 18.046.

¹⁰³ Art. 86, Ley N° 18.046.

Sociedad coligada: Es sociedad coligada con una sociedad anónima aquella en la que ésta, que se denomina coligante, sin controlarla, posee directamente o a través de otra persona natural o jurídica el 10% o más de su capital con derecho a voto o del capital, si no se tratare de una sociedad por acciones, o pueda elegir o designar o hacer elegir o designar por lo menos un miembro del directorio o de la administración de la misma.¹⁰⁴

¹⁰⁴ Art. 87, Ley N° 18.046.

**La regulación de los conflictos de interés de los directores
como una medida de protección a los accionistas minoritarios
en la sociedad anónima.**

BIBLIOGRAFÍA

I.- Fuentes Bibliográficas.

ALESSANDRI, ARTURO, (1983), De la Responsabilidad Civil Extracontractual en el Derecho Civil Chileno, Tomo I, Santiago de Chile, Ediar Editores Ltda., 289 pp.

ALESSANDRI, ARTURO, (1983), De la Responsabilidad Civil Extracontractual en el Derecho Civil Chileno, Tomo II, Santiago de Chile, Ediar Editores Ltda., 716 pp.

ALFARO, J., Interés social y el derecho de suscripción preferente, Civitas, Madrid, 1995.

CAREY BUSTAMANTE, GUILLERMO, (1992), De la sociedad anónima y la responsabilidad civil de los directores, Santiago de Chile, Editorial Universitaria, Primera Edición, 242 pp.

CORRAL TALCIANI, HERNÁN, (2003), Lecciones de Responsabilidad Civil Extracontractual, Santiago de Chile, Editorial Jurídica de Chile, Primera Edición, 423 pp.

DOBSON, J., El abuso de la personalidad jurídica, De Palma, Buenos Aires, 1985.

ESTEBAN, GAUDENCIO. (coord.), El gobierno de las sociedades cotizadas, Marcial Pons, Madrid, 1999.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J., La opa obligatoria, Civitas, Madrid, 1996.

GUERRA, G., El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidense, Aranzadi, Pamplona, 2003.

POSNER, RICHARD A., El Análisis Económico del Derecho, México D.F., Fondo de Cultura Económica, 1998.

PUELMA ACCORSI, ALVARO, (1996), Sociedades, Tomo II, Sociedad Anónima, Santiago de Chile, Editorial Jurídica de Chile, Primera Edición, 650 pp.

PUTTERMAN, L. (coord.), La naturaleza económica de la empresa, Alianza, Madrid, 1994.

SANDOVAL, R., Derecho comercial, Tomo I, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 1994.

SUDARSANAN, P., La esencia de las fusiones y adquisiciones, Prentice Hall, Londres, 1996.

TORRES LÓPEZ, JUAN, "Análisis Económico del Derecho: Panorama doctrinal", Madrid, Tecnos, 1987.

VILLEGAS, C., Aspectos legales de las finanzas corporativas, Dykinson, Madrid, 2001.

II.- Fuentes Hemerográficas.

ALFARO, J., "Imperialismo económico y dogmática jurídica", en Revista de Derecho Mercantil, N° 233, 1999.

ALFARO P., ROBERTO., "Análisis Económico del Derecho", Revista Jurídica Magistri Et Doctores, Unidad de PostGrado de Derecho de la UNMSM, Lima, Año I N° 01, Septiembre, 1995.

BERNET P., MANUEL, "El gobierno de las sociedades abiertas", Revista de Derecho (Valdivia), Vol. 16, julio 2004, p. 33-57.

BLACK, B, "Is corporate law trivial? a political and economic analysis", en Northwestern University Law Review, Vol. 84, No 2, 1990.

KRAAKMANN, R., The end of history for corporate law, 2000.

LEFORT, FERNANDO, (2008), "El Aporte de las AFP al Gobierno Corporativo de las Empresas Chilenas", Centro para el Gobierno de la Empresa, Escuela de Administración Pontificia Universidad Católica de Chile.

LYON PUELMA, ALBERTO, (2002), "Conflicto de Intereses en las Sociedades", Santiago de Chile, Revista Chilena de Derecho. Vol. 29 N° 1, pp. 47-93, Sección Estudios, Pontificia Universidad Católica de Chile.

MARCOS, F., "La auditoría de cuentas en el derecho federal norteamericano", en Revista de Derecho Mercantil, N° 223,1997.

PÁZ-ARES, C., "Reflexiones sobre la distribución de poderes en la moderna sociedad anónima", en Revista de Derecho Mercantil, N° 146,1977.

PFEFFER URQUIAGA, FRANCISCO, (2001), "Nuevas normas sobre Gobierno Corporativo y Mayores Responsabilidades para los Directores de Sociedades Anónimas", Revista Chilena de Derecho. Vol. 27 N° 3, pp. 485-499, Sección Estudios, Pontificia Universidad Católica de Chile.

WIGODSKI S., TEODORO y ZUÑIGA G., FRANCO, "Estrategia para la creación de valor", Trend Management, Vol. 6, Mayo 2004.

III.- Fuentes Documentales.

Decreto Ley N° 3.500 de 1980, establece el Nuevo Sistema de Pensiones. Publicado en el Diario Oficial de 13 de noviembre de 1980.

Diccionario de la Lengua Española, Vigésima Edición, Tomo I, Real Academia Española, 1984.

Diccionario de la Lengua Española, Vigésima Edición, Tomo II, Real Academia Española, 1984.

Diccionario Americano de Heritage® de la Lengua Inglesa, cuarto © 2004, 2000 Copyright de la edición publicada por [Houghton Mifflin Company](#).

http://en.wikipedia.org/wiki/Conflict_of_interest. Sitio web visitado con fecha 1 de junio de 2005.

Ley N° 18.045, de Mercado de Valores. Publicada en el Diario Oficial N° 31.096, de 22 de octubre de 1981.

Ley N° 18.046, sobre Sociedades Anónimas. Publicada en el Diario Oficial N° 31.096, de 22 de octubre de 1981.

Ley N° 19.301, Modifica diversos cuerpos legales relativos a mercado de valores, administración de fondos mutuos, fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros y otras materias que señala. Publicada en el Diario Oficial N° 34.819, de 19 de marzo de 1994.

Ley N° 19.705, sobre ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS) y establece régimen de gobiernos corporativos. Publicada en el Diario Oficial N° 36.842, de 20 de diciembre de 2000.

Merriam-Webster's Dictionary of Law (1996). Publicado por [Merriam-Webster's, Incorporated](#).

Principios de Gobierno Corporativo, OECD Principles of Corporate Governance, 2004 Edition.

Sarbanes-Oxley Act, (2002).

Sentencia de la Corte Suprema de Chile, de fecha 7 de julio de 2005, dictada en la causa rol N° 4261-2004 (Caso CHISPAS).

WordNet 1.7.1 Copyright © 2001 by Princeton University.