

**UNIVERSIDAD DE CHILE**  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS  
ESCUELA DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN

**ANÁLISIS DE LA RELACIÓN ENTRE LA  
PROPIEDAD Y EL DESEMPEÑO EN DOS  
ESTADOS ECONÓMICOS PARA LAS  
SOCIEDADES INSCRITAS EN EL  
REGISTRO DE VALORES DE LA  
SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y  
SEGUROS**

SEMINARIO PARA OPTAR AL TÍTULO DE INGENIERO COMERCIAL MENCIÓN ADMINISTRACIÓN  
PROFESOR GUÍA: SR. MARCELO GONZÁLEZ ARAYA

AUTOR:

**PABLO JOSÉ SCHUSTER PINEDA**  
**SANTIAGO, ENERO DE 2004**



<b>TÍTULO: “ANÁLISIS DE LA RELACIÓN ENTRE LA PROPIEDAD Y EL DESEMPEÑO EN DOS ESTADOS ECONÓMICOS PARA LAS SOCIEDADES INSCRITAS EN EL REGISTRO DE VALORES DE LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS” .</b>	<b>1</b>
..	3
<b>AGRADECIMIENTOS .</b>	<b>5</b>
<b>INTRODUCCIÓN .</b>	<b>7</b>
<b>1. LITERATURA INTERNACIONAL SOBRE “RELACIÓN ENTRE LA PROPIEDAD Y EL DESEMPEÑO” ..</b>	<b>9</b>
<b>1.1. PRIMERAS INVESTIGACIONES .</b>	<b>9</b>
<b>1.1.1. Berle y Means . .</b>	<b>9</b>
<b>1.1.2. Jensen y Meckling . .</b>	<b>10</b>
<b>1.2. ESTUDIOS CONTEMPORÁNEOS .</b>	<b>11</b>
<b>1.2.1. Fama y Jensen . .</b>	<b>11</b>
<b>1.2.2. Demsetz .</b>	<b>11</b>
<b>1.2.3. Demsetz y Lehn .</b>	<b>12</b>
<b>1.2.4. Demsetz y Villalonga . .</b>	<b>12</b>
<b>1.3. RAZONAMIENTO DE LA SEPARACIÓN DE DIRECTORES Y GERENTES PARA LA REALIZACIÓN DEL ESTUDIO <sup>7</sup> .</b>	<b>13</b>
<b>1.4. CONCLUSIONES SOBRE LA REALIDAD INTERNACIONAL <sup>9</sup> .</b>	<b>14</b>
<b>1.4.1. Tenencias de directores y gerentes . .</b>	<b>15</b>
<b>1.4.2. Grandes accionistas e inversionistas institucionales . .</b>	<b>15</b>
<b>1.5. PUNTOS CONCEPTUALES EN LA ESTIMACIÓN DE LA RELACIÓN ENTRE LA PROPIEDAD Y EL DESEMPEÑO <sup>11</sup> .</b>	<b>16</b>
<b>1.5.1. Desempeño de la firma <sup>12</sup> .</b>	<b>16</b>
<b>1.5.2. Estructura de propiedad <sup>16</sup> . .</b>	<b>17</b>

<sup>7</sup> Extractos de la literatura internacional, principalmente Demsetz y Villalonga (2001).

<sup>9</sup> Extractos de la literatura internacional.

<sup>11</sup> Extractos de la literatura internacional.

<sup>12</sup> Análisis de los distintos índices de desempeño utilizados en la literatura internacional.

1.5.3. Propiedad endógena <sup>18</sup> . .	17
1.5.4. Relación desempeño con estado de economía .	18
<b>2. LITERATURA CHILENA SOBRE “RELACIÓN ENTRE LA PROPIEDAD Y EL DESEMPEÑO”</b>	
20 .	21
2.1. CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD EN CHILE . .	21
2.2. GRUPOS ECONÓMICOS .	22
2.2.1. Principal organización económica . .	22
2.2.2. Definición .	22
2.2.3. Esquemas piramidales <sup>24</sup> .	23
2.2.4. Clasificación de los grupos económicos .	23
2.2.5. Características de los grupos económicos <sup>26</sup> .	24
2.2.6. Concentración de la propiedad en los grupos económicos .	25
2.2.7. Estudios sobre financiación en los grupos económicos .	26
2.2.8. Conclusiones sobre estructuras de propiedad y gobernanza en los grupos económicos <sup>30</sup> . .	26
2.2.9. Composición del directorio en los grupos económicos .	28
2.2.10. Hipótesis para los conglomerados en mercados emergentes <sup>31</sup> .	29
<b>3. ANÁLISIS DE LA RELACIÓN ENTRE LA PROPIEDAD Y EL DESEMPEÑO EN DOS ESTADOS ECONÓMICOS PARA LAS SOCIEDADES INSCRITAS EN EL REGISTRO DE VALORES .</b>	31
3.1. CONFECCIÓN DE DATOS .	31
3.1.1. Elección años . .	31

<sup>16</sup> Análisis de las distintas estructuras de propiedad utilizados en la literatura internacional contemporánea.

<sup>18</sup> Análisis de las distintas posturas hacia el tratamiento de la propiedad (endógeno o exógeno) en la literatura internacional contemporánea.

<sup>20</sup> Incluyendo literatura sobre realidad de economías emergentes, cuya situación es parecida a la chilena.

<sup>24</sup> Mecanismo de control de los conglomerados chilenos.

<sup>26</sup> Extractos de la literatura chilena.

<sup>30</sup> Gobernanza y Estructura de propiedad en los Grupos económicos chilenos (Majluf, Abarca, Rodriguez, Fuentes), Abril 1998

<sup>31</sup> Basado en estudio de Lefort y Walker (2000), Propiedad y Estructura de Capital de Conglomerados Chilenos: Hechos e Hipótesis de Gobernanza

3.1.2. Datos de la propiedad . .	32
3.1.3. Datos Financieros .	33
3.2. METODOLOGÍA .	34
3.2.1. Variables utilizadas .	34
3.2.2. Regresiones <sup>44</sup> . .	35
3.3. HIPÓTESIS DE RELACIÓN ENTRE VARIABLES . .	36
3.4. RESULTADOS DE LAS REGRESIONES . .	37
3.4.1. Regresiones Tipo I para 1995 <sup>46</sup> . .	37
3.4.2. Regresiones Tipo I para 1999 . .	38
3.4.3. Regresiones Tipo II para 1995 <sup>47</sup> . .	38
3.4.4. Regresiones Tipo II para 1999 .	39
4. CONCLUSIÓN .	41
5. BIBLIOGRAFÍA .	43
6. ANEXOS .	45
ANEXO 1. GOBIERNO CORPORATIVO .	45
1.1. DEFINICIÓN DE GOBIERNO CORPORATIVO . .	46
1.2. IMPORTANCIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO . .	47
1.3. ORIGEN DE LA DISCUSIÓN SOBRE EL GOBIERNO CORPORATIVO .	47
1.4. RESPUESTA A LOS PROBLEMAS EN EE.UU . .	48
1.5. IMPORTANCIA DE LOS ESTADOS FINANCIEROS . .	48
1.6. EXPERIENCIA CHILENA . .	49
1.7. OBJETIVOS DEL GOBIERNO CORPORATIVO .	50
1.8. MERCADO VERSUS REGULACIÓN <sup>63</sup> . .	52

<sup>44</sup> Ver Anexo 12: Regresiones

<sup>46</sup> La letra F representa al número de firmas que conformaron la muestra. Letras entre paréntesis, por ejemplo (L50), se utilizan para diferenciar del tipo de variable explicativa utilizada en regresiones iguales. En definitiva sólo cambia el número de accionistas a considerar. Números entre paréntesis, por ejemplo (0,30), corresponden a los estadísticos *t*.

<sup>47</sup> Letras entre paréntesis, por ejemplo (AVROE), se utiliza para diferenciar del tipo de variable explicativa utilizada en regresiones iguales. En definitiva sólo cambia el tipo de indicador contable de desempeño.

<sup>63</sup> Basado en la visión entregada por el Seminario: El Gobierno Corporativo, Oportunidades y Amenazas para la Empresa Chilena. Santiago, Chile. 2002.

ANEXO 2. JUNTA DE ACCIONISTAS .	52
2.1. TEMÁTICA ACTUAL .	52
2.2. NORMAS QUE RIGEN A LA JUNTA DE ACCIONISTAS <sup>64</sup> .	54
ANEXO 3. DIRECTORIO .	56
3.1. TEMÁTICA ACTUAL .	56
3.2. NORMAS QUE RIGEN AL DIRECTORIO <sup>67</sup> .	57
3.3. MEJORES PRÁCTICAS PARA EL DIRECTORIO . .	61
ANEXO 4. DIRECTORES . .	62
4.1. NORMAS QUE RIGEN A LOS DIRECTORES <sup>70</sup> . .	62
ANEXO 5. COMITÉ DE DIRECTORES .	64
5.1. NORMAS QUE RIGEN AL COMITÉ DE DIRECTORES .	64
ANEXO 6. GERENTES . .	65
6.1. TEMÁTICA ACTUAL .	65
6.2. NORMAS QUE RIGEN AL GERENTE <sup>77</sup> . .	67
ANEXO 7. Resumen de las principales medidas tratadas por la Ley Sarbanes-Oxley .	68
ANEXO 8 Código de Buenas Prácticas .	68
8.1. Premio por buenas prácticas .	68
8.2. Buenas prácticas desde la perspectiva del Mercado .	69
8.3. Principales elementos para mejorar el Gobierno Corporativo .	69
8.4. Contribución del Código de Buenas Prácticas a modo de conclusión .	70
ANEXO 9. Premio que los Inversionistas están dispuestos a pagar por empresas con Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo <sup>78</sup> .	70
ANEXO 10 Crecimiento Económico Producto Interno Bruto 1984-2000 <sup>79</sup> .	70

<sup>64</sup> Basado en el Título VIII “De las Juntas de Accionistas” del Libro Sociedades. Puelma Accorsi, A. 2001.

<sup>67</sup> Basado en el capítulo “El Directorio”, Título VI Administración y Representación del Libro Sociedades. Puelma Accorsi, A. 2001.

<sup>70</sup> Basado en el capítulo “El Directorio”, Título VI Administración y Representación del Libro Sociedades. Puelma Accorsi, A. 2001.

<sup>77</sup> Basado en el capítulo “Directores”, Título VI Administración y Representación del Libro Sociedades. Puelma Accorsi, A. 2001.

<sup>78</sup> Fuente: McKinsey & Company Investor Opinion Survey 2000

ANEXO 11 Crecimiento Económico Producto Interno Bruto Per Capita 1990-2000 <sup>80</sup> .	72
ANEXO 12 Regresiones Tipo I .	73
ANEXO 13. Sociedades Anónimas utilizadas en regresiones .	73

<sup>79</sup> Fuente: Banco Central de Chile

<sup>80</sup> Fuente: Banco Central de Chile



## **TÍTULO: “ANÁLISIS DE LA RELACIÓN ENTRE LA PROPIEDAD Y EL DESEMPEÑO EN DOS ESTADOS ECONÓMICOS PARA LAS SOCIEDADES INSCRITAS EN EL REGISTRO DE VALORES DE LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS”**

El siguiente seminario trata de los distintos temas que atañen a la relación entre la propiedad, tanto interna como externa, y el desempeño, una relación que ha generado a lo largo de la historia de las finanzas múltiples hipótesis, las cuales se analizan detalladamente.

Bajo la comprensión de estos temas y con la intención de explicar si existe tal relación se formulan una serie de regresiones formadas por múltiples variables explicativas (de propiedad, de riesgo, de desempeño y contables), tomando como variable endógena tanto a la propiedad como al desempeño. Aferrándose a los temas actuales que atañen al estudio, se realiza este análisis tomando en cuenta dos estados económicos, un año expansivo (1995) y otro recesivo (1999), con la finalidad de evidenciar si existe diferencia entre relaciones de un estado y otro.

Los resultados no fueron los esperados (no se encontraron suficientes relaciones estadísticamente dependientes), debido principalmente a la falta de datos, a lo pequeño del mercado de acciones chileno y al poderío de los grupos económicos en Chile.

Esta tesis es una base bastante completa para la realización de futuras investigaciones, sin embargo, la economía chilena no está preparada actualmente para entregar conclusiones sobre esta conflictiva relación. Entre otras cosas, se necesitaría mayor transparencia en el acceso a la información accionista, más sociedades en bolsa (para obtener una base de datos mayor) y mercado de acciones más dinámico.

Finalmente, los anexos, resultan un material de apoyo interesante, ya que dan cuenta de todo lo que atañe al Gobierno Corporativo, el cuál es la médula de la relación entre el desempeño y la propiedad.

PROFESOR GUIA: SR. MARCELO GONZÁLEZ ARAYA

AUTOR: PABLO JOSÉ SCHUSTER PINEDA



---

*A mis Padres por su constante apoyo*



## AGRADECIMIENTOS

Marcelo González, Alejandro Mardones, Christian Gómez, Georgina Neriz, Leonardo Barriga, Juan José Ossa, Hugo Aravena, Catalina Schuster, Leonardo Galleguillos, Francisca Hernández.



# INTRODUCCIÓN

En la siguiente tesis se analizará el conflictivo tema de la relación entre la propiedad y el desempeño para las sociedades anónimas que cotizan en la bolsa chilena.

Las razones que motivaron la elección de este tema se debió a la escasa investigación que se ha realizado en Chile sobre esta materia. Además esta tesis es la primera en realizar este análisis comparándolo en dos estados económicos (expansivo y recesivo). Sin embargo, la razón de mayor peso, es entregar conclusiones e información sobre un tema de gran ayuda para las sociedades anónimas en Chile, una solución a una relación que las ayudará a ser más eficientes económicamente.

Este trabajo se sustenta sobre una amplia gama de investigaciones tanto internacionales como nacionales (analizadas en el texto). Muchos conceptos, hipótesis e ideas de estas investigaciones fueron tomados para realizar de mejor manera el análisis en cuestión.

La hipótesis para el tipo de relación que debiera existir entre las dos variables puede ser muy variada (positiva o negativa), pero lo que se espera es que por lo menos exista algún tipo de relación estadística. Sin embargo el que no exista relación también podría tener una razón aclaratoria.

El objetivo de esta tesis es dar a entender de una forma clara y precisa todo lo que rodea a la relación de la propiedad con el desempeño. Desde lo que se ha escrito sobre ella (literatura nacional e internacional), las hipótesis que han surgido a lo largo de la historia, los conceptos más importantes y los actores que forman parte de esta

interacción entre el desempeño y la propiedad (este último punto se desarrolla extensamente en los anexos). Siendo el objetivo primordial el ver si existe o no relación entre la propiedad tanto interna como externa con el desempeño, y si esta relación varía dependiendo del estado económico en que se esté. Para ello se realizarán variadas regresiones por el método de mínimos cuadrados ordinarios.

# 1. LITERATURA INTERNACIONAL SOBRE “RELACIÓN ENTRE LA PROPIEDAD Y EL DESEMPEÑO”

La conexión entre la estructura de propiedad y el desempeño de las empresas ha sido importante debate en la literatura de las finanzas corporativas.

## 1.1. PRIMERAS INVESTIGACIONES

### 1.1.1. Berle y Means

---

El debate comienza con la tesis de Berle y Means (1932)<sup>1</sup>, que sugiere una correlación inversa entre la difusión de los accionistas y el desempeño de la firma. Adentrándose más en su pensamiento, ellos indicaron que, cuando los administradores poseen algún grado de propiedad sobre los activos de la firma y los accionistas están muy dispersos como para hacer cumplir la maximización del valor, los activos corporativos podrían ser usados

<sup>1</sup> BERLE, A.A. Jr. y MEANS, G.C. 1932. The modern corporation and private property. Macmillan, New York.

para beneficio de la gerencia en pos de los accionistas.

Este tipo de beneficio gerencial puede incluir la “falta a las obligaciones” y la “posesión de gratificaciones”, pero también incluye objetivos que tienen relación con la no maximización del valor de la empresa como, hacer crecer las ventas, edificar un imperio, y aumentar el beneficio como trabajador (en este caso, gerente). Lo propuesto por Berle y Means está relacionado con el bajo grado de control ejercido sobre los gerentes por los accionistas (por la dispersión de acciones). Y se creaba un interés en los gerentes (“entrenchment”<sup>2</sup>) hacia su beneficio personal por esta falta de control.

Pero, en general, durante mucho tiempo se presumió que los administradores eran llevados a actuar a favor de los intereses de los accionistas debido a fuerzas disciplinarias dadas por el mercado laboral, el mercado de control corporativo, o signos recibidos del mercado de capitales.

### **1.1.2. Jensen y Meckling**

---

Sin embargo, en 1976 aparecen Jensen y Meckling<sup>3</sup> introduciendo el problema de agencia (conflictos de intereses entre administradores y propietarios) y desafiaron esta última noción (hipótesis “entrenchment”). Ellos argumentaron que, los costos de desviación sobre la maximización del valor declinan a medida que la propiedad de los administradores (propiedad interna) aumenta.

Entonces aquí, se crea una hipótesis totalmente opuesta a la propuesta por Berle y Means. En este caso se argumenta que, a medida que las acciones de los administradores suben, ellos pagan una mayor parte de los costos (en el caso de que bajen las utilidades, por ejemplo) y están menos dispuestos a malgastar la riqueza de la empresa (hipótesis de la convergencia de intereses).

Con relación a esta hipótesis, el valor de mercado aumenta con la propiedad interna, ya que los administradores se asocian a un comportamiento maximizador de valor.

En contraste, la hipótesis “entrenchment” predice que el valor corporativo puede decrecer bajo una propiedad administrativa significativa, sugiere que cuando “insiders” (directores y gerentes) controlan una fracción sustancial de acciones de una firma, las fuerzas disciplinarias del mercado laboral o del mercado corporativo se hacen menos efectivas, y los administradores pueden complacer sus preferencias hacia un comportamiento no maximizador de valor<sup>4</sup>.

<sup>2</sup> *Entrench*: si algo como el poder, un cliente o una idea están “entrench”, indica que está firmemente establecido, por lo que será difícil de cambiar. *Entrenchment*: firme establecimiento de un sistema o mi propia posición en una situación. En definitiva se refiere a la primicia del interés personal sobre el de los demás.

<sup>3</sup> JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics.

<sup>4</sup> De hecho, Stulz (1998) explica teóricamente como el tener un gran porcentaje de propiedad hace más fácil a los administradores mantener sus trabajos, incluso si esto significa resistir a un ofrecimiento de aumento de valor.

## 1.2. ESTUDIOS CONTEMPORÁNEOS

### 1.2.1. Fama y Jensen

---

En realidad Fama y Jensen (1983) son más reconocidos como los creadores de la hipótesis “entrenchment” (aunque Berle y Means dieron el primer paso). Aunque ellos reconocen que, cuando un administrador posee una pequeña fracción de propiedad, la disciplina del mercado y, especialmente, el mercado para el control corporativo lo forzarán hacia la maximización del valor de la sociedad.

En contraste, si un administrador controla una sustancial fracción de la firma tendrá suficiente poder de votación o influencia para garantizar su empleo y tener un atractivo salario, incluso podría expropiar o consumir riqueza corporativa, o invertir en proyectos con valor neto negativo.

Esta hipótesis “entrenchment” predice que los activos corporativos serán de menor valor cuando sean administrados por un individuo libre de controles.

La hipótesis “entrenchment” no es sólo consecuencia del poder de votación. Algunos administradores (directores y gerentes), por su status como fundadores, o incluso por su personalidad pueden adecuarse a esta hipótesis aún teniendo una pequeña porción de acciones.

Por otro lado la disminución de contratación de administradores profesionales, así como la dominancia de directores internos sobre directores externos en la mesa directiva, conlleva igualmente a una hipótesis del tipo “entrenchment”.

Mientras la hipótesis de la convergencia de intereses sugiere una relación positiva entre la estructura de propiedad y el desempeño de la firma, la hipótesis “entrenchment” sugiere que la valorización de mercado puede ser adversamente afectada en un rango en que la propiedad de acciones sea alta.

Un efecto que puede ser tomado como complemento de la hipótesis “entrenchment” se refiere al efecto “apremios de la abundancia”, el cuál ayuda a afrontar de mejor forma ante la posesión por parte de los administradores de un porcentaje de derechos sobre los activos (porcentaje de propiedad), la disminución del valor de estos activos <sup>5</sup>.

### 1.2.2. Demsetz

---

En 1983 aparece Demsetz desafiando, al igual que Jensen y Meckling, la tesis de Berle y Means, argumentando que la estructura de propiedad de una corporación debe ser pensada como un resultado de decisiones endógenas que reflejan la influencia de los accionistas y además por la comercialización de las acciones en el mercado de valores.

---

<sup>5</sup> El valor de los derechos sobre los activos puede ser bajo debido a: alto endeudamiento, pocos activos, o poco valorables activos.

Cuando por ejemplo, propietarios deciden vender acciones, esto necesariamente altera la estructura de propiedad de la empresa y hará la estructura más difusa. Subsecuentemente la comercialización de acciones va a reflejar el deseo de actuales y potenciales accionistas de cambiar su posesión de acciones de propiedad. Entonces la estructura de propiedad de una firma refleja decisiones hechas tanto por los que tienen o por los que quisieran tener acciones.

La estructura de propiedad que emerge, sea concentrada o difusa, debería estar influenciada por el interés de maximización de beneficios de los accionistas, entonces, como resultado, no debería haber relación sistemática entre variaciones en la estructura de propiedad y variaciones en el desempeño de la firma.

### **1.2.3. Demsetz y Lehn**

---

En 1985 Demsetz y Lehn proveen evidencia de esta endogeneidad de la estructura de propiedad y además calculan la validez de la tesis de Berle y Means. Para lo cual, realizaron una regresión lineal entre índices de ganancia y fracción de acciones poseídas por los cinco mayores accionistas (más un set de variables de control), en el cual la estructura de propiedad se trata como una variable endógena. Esta regresión no entregó evidencia sobre una relación entre estructura de propiedad y desempeño, por lo tanto desvalida la tesis de Berle y Means.

Morck (1988) ignora la endogeneidad y reexamina la relación no encontrando relación significativa en la regresión lineal que estimó usando el Q de Tobin (índice de ganancia). Sin embargo, se estimó una regresión lineal entre el Q de Tobin sobre propiedad interna (de directores y gerentes), y esto si evidenció una relación no monotónica. Esta regresión es positiva para holdings de administración (grupos accionistas que además administran la sociedad) con acciones entre 0% y un 5% del total, negativa para holdings entre 5% y un 25%, y positiva para holdings con más de un 25%.

Otros artículos como McConnell y Servaes (1990), Hermalin y Weisbach (1988), Loderer y Martin (1997), Cho (1998), Himmelberg (1999), y Holderness (1999) insistieron al Q de Tobin como la medida del desempeño de la firma, y todos enfatizaron a la propiedad directiva como una medida de la estructura de propiedad. Sin embargo estos estudios no entregan una fuerte evidencia para rechazar la creencia de que el desempeño de una firma y el derecho sobre los activos de la directiva de una firma no están relacionados.

Se deben indicar los distintos aspectos que explican las diferencias de los resultados observados en los estudios: La medición del desempeño de la firma, la medida de la estructura de propiedad utilizada, y si se toma o no en cuenta la endogeneidad de la estructura de propiedad en la estimación del efecto de la propiedad sobre el desempeño.

### **1.2.4. Demsetz y Villalonga**

---

En el 2001 Demsetz y Villalonga <sup>6</sup> indican que ninguno de los anteriores estudios trata

adecuadamente a la estructura de propiedad. Ésta debe ser modelada no sólo como una variable endógena sino que también como un conjunto de acciones poseídas por personas con diferentes intereses. En particular, la fracción de acciones poseídas por accionistas externos y por directores debe ser medida en forma separada.

La evidencia apoya la creencia de que la estructura de propiedad es endógena pero el que afecte el desempeño de la firma no está aún evidenciado. Esto es consistente con la visión de que la estructura de propiedad, sea difusa o concentrada, que maximiza la expectativa de retorno del accionista son las que emergen de la interacción entre las fuerzas del mercado.

Demsetz y Villalonga concluyen que el mercado del control corporativo envuelve mucho más que sólo tomas de posesión hostil o compra de participaciones de la administración. También envuelve la adquisición y venta de acciones en la bolsa. En todas estas facetas, el mercado responde a las fuerzas que crean las estructuras convenientes de la propiedad para las firmas, y esto remueve cualquier relación predecible entre estructuras de propiedad empíricamente observadas e índices de retorno de las firmas.

La discusión de la relación entre la estructura de propiedad y la resolución del problema de agencia, la cual ignora el ajuste de endogeneidad de la estructura de propiedad, se confunde con la relación observada de la “mediación de mercado” entre la estructura de propiedad y el desempeño de la firma.

Finalmente, indican que el mercado tiene éxito en traer adelante las estructuras de la propiedad, sean difusas o concentradas, que son aproximadamente apropiadas para la firma a la que sirven. Estas estructuras difieren a través de las firmas debido a diferentes circunstancias enfrentadas por las firmas, particularmente con relación a las economías de escala, regulación, y la estabilidad del medio ambiente en el que operan.

Si estas estructuras eran los resultados de los mercados perfectos para el control, ellas eliminarán cualquier relación sistemática entre el desempeño de la firma y la estructura de propiedad. Además, el mercado no es tan imperfecto como para crear una relación sistemática que se encuentre imperturbada por inversionistas que luchan por maximizar los retornos que ganan.

### **1.3. RAZONAMIENTO DE LA SEPARACIÓN DE DIRECTORES Y GERENTES PARA LA REALIZACIÓN DEL ESTUDIO <sup>7</sup>**

Para el desarrollo de esta tesis se distinguirá entre directores y gerentes. Esta distinción

<sup>6</sup> En este estudio se apoya esta tesis.

<sup>7</sup> Extractos de la literatura internacional, principalmente Demsetz y Villalonga (2001).

se hará en función a su nivel de propiedad, ya que la propiedad de gerentes y directores puede tener distinto efecto sobre el desempeño. Además, a cualquier nivel de propiedad, algunos directores pueden tener mayor influencia en decisiones corporativas que otros. Por ejemplo, liderazgo en los fundadores de la firma o en sus descendientes puede tener distintos efectos en el desempeño que el liderazgo en los ejecutivos no relacionados con los fundadores.

Esta distinción puede ser importante por variadas razones. A pesar de que es el deber de los directores representar los intereses de los accionistas, los directores en particular deben vigilar el desempeño de los ejecutivos de la firma. Pero monitorear el desempeño de los ejecutivos top requiere tiempo y esfuerzo. Además, un director estando en una mesa directiva, dominada por directores con mayor “expertise” e influencia sobre los votos (los cuáles los eligen a ellos mismos), perdería su puesto si objetara las elecciones de ejecutivos u objetara decisiones tomadas por esos directivos “poderosos”.

Por lo tanto, si el director tipo no tiene un interés financiero personal sobre la firma o un control sobre una gran cantidad de votos, será más renuente a tomar decisiones corporativas de segundo grado, teniendo así mayor dificultad para controlar a los distintos ejecutivos. Entonces, posiblemente el grado del rol de los directores externos en disciplinar a los ejecutivos esté positivamente relacionado con su posesión de acciones o con su influencia sobre los propietarios de estas acciones (votos).

En el caso de los ejecutivos, la propiedad de acciones es sólo un indicador parcial de sus intereses en el éxito financiero de la firma. Los ejecutivos reciben salarios significativos, bonos y planes de incentivos, y son sujetos a la disciplina del mercado laboral administrativo. Por estas razones, los ejecutivos estarán más “amarrados” a sus trabajos que los directores externos y además estarán más firmemente establecidos en la posición de acciones que posean.

El poder de votación no es probablemente el único mecanismo bajo el cual los administradores retienen control. Otros mecanismos de control son poseer el status de fundador<sup>8</sup>, ser asociado de por vida a la firma, existir una preponderancia de directores internos, poseer la habilidad para persuadir a los accionistas, y otras condiciones que facilitan el control de la administración. Todo esto dice relación, entre otras cosas, con el problema de agencia que se da en la realidad de una empresa.

## **1.4. CONCLUSIONES SOBRE LA REALIDAD INTERNACIONAL<sup>9</sup>**

<sup>8</sup> En firmas jóvenes el fundador juega un rol empresarial muy importante, mientras que en las firmas viejas los descendientes no maximizan el valor y además están muy amarrados a la firma como para que puedan ser removidos.

<sup>9</sup> Extractos de la literatura internacional.

### 1.4.1. Tenencias de directores y gerentes

---

Según el estudio realizado por Demsetz y Villalonga (2001)<sup>10</sup>, se llegó a la conclusión de que las tenencias de la administración superior (tanto directores como gerentes) no son suficientemente altas para la mayoría de las firmas. Al ocurrir esto no se hace necesario poner sobre la administración algún tipo de control. Esto es así ya que los accionistas principales tienen un gran porcentaje de la propiedad en la mayoría de las firmas.

Entonces, mientras mayor sea el grado en que las acciones estén concentradas en las manos de accionistas externos, mayor será la eficacia con que el comportamiento de la alta gerencia sea monitoreado y disciplinado.

Las consecuencias de un aumento en las posesiones de la administración sobre el desempeño no son tan claras, ya que esto puede hacer actuar al administrador tanto como un accionista externo o como un administrador que posee una posición privilegiada para hacer lo que desee (hipótesis “entrenchment”). Estos cambios de comportamiento no necesariamente se traducen en diferencias sistemáticas en el desempeño de la firma.

Otro aspecto que evidenciaron fue el hecho de que firmas cuyo medio ambiente es muy inestable poseen accionistas externos con gran porcentaje de propiedad. Esto es así, ya que se requiere monitorear de mejor manera a la administración superior para que éstos tomen decisiones rápidas.

### 1.4.2. Grandes accionistas e inversionistas institucionales

---

Ha sido debatido que los grandes accionistas y los inversionistas institucionales pueden forzar a que el valor de la firma aumente. La amenaza de una potencial posesión de grandes accionistas e inversionistas institucionales puede ayudar a crear un efectivo monitoreo a la administración.

La literatura internacional cita a Schleifer y Vishny (1986), quienes predicen que la presencia de grandes accionistas tendría un positivo efecto sobre el valor de la firma. Barclay y Holderness (1990) reportan un positivo retorno en el período en que se anuncia que un gran accionista adquirirá una gran posición como propietario. Sin embargo, McConell y Servaes (1990) encontraron una relación no significativa entre El Q de Tobin y distintas mediciones de grandes accionistas sobre la propiedad.

Por lo tanto, la relación entre el valor corporativo y la propiedad de los institucionales no es tan obvia. Por un lado, los inversionistas institucionales tienen un mayor “expertise” y pueden monitorear de manera más efectiva a la administración que los pequeños accionistas. Esta relación sugiere una relación positiva entre el valor corporativo y la propiedad institucional. Por otro lado, si los institucionales están forzados a votar en conjunto con los administradores debido a que existe una relación entre ellos en otros negocios o porque están estratégicamente coludidos con la administración, entonces habrá una relación negativa entre la propiedad institucional y el valor de la firma. La

---

<sup>10</sup> Muestra de firmas en EE.UU.

evidencia de esta relación es poca y contradictoria.

Pound (1988) encontró una relación negativa, mientras que McConell y Servaes (1990) reportaron una relación significativamente positiva entre el valor de la firma y la propiedad institucional.

## **1.5. PUNTOS CONCEPTUALES EN LA ESTIMACIÓN DE LA RELACIÓN ENTRE LA PROPIEDAD Y EL DESEMPEÑO <sup>11</sup>**

### **1.5.1. Desempeño de la firma <sup>12</sup>**

---

El estudio de Demsetz y Lehn (1985) usó estimación de los índices contables de ganancia para medir el desempeño de la firma. Los estudios que lo siguieron usaron el Q de Tobin <sup>13</sup>. Existen dos aspectos en los cuales estas dos medidas difieren.

Uno de estos es la perspectiva del tiempo, en que existe una mirada hacia atrás para los índices contables de ganancia y una mirada hacia adelante para el Q de Tobin. ¿Para calcular el efecto de la estructura de propiedad sobre el desempeño de la firma, es más correcto ver una estimación de lo que la administración ha logrado o una estimación de lo que logrará? Esta pregunta quizás sea tema de otra tesis, pero una buena aproximación sería lograr una mezcla entre las dos estimaciones.

La segunda diferencia es el quién es actualmente el que mide el desempeño. Para los índices contables de ganancia, es el contador obligado por los estándares dados por su profesión. Para el Q de Tobin, es la comunidad de inversores restringidos por su optimismo o pesimismo. El índice contable de ganancia está afectado por la psicología de los inversores, y sólo parcialmente involucra elementos del futuro (depreciación). El Q de Tobin está dado por la psicología inversionista, relacionada con la estimación de múltiples eventos que incluyen resultados de estrategias de negocios presentes.

Es cierto que los índices de ganancias contables son afectados por las prácticas contables (diferentes métodos aplicados a la valoración de capitales tangibles e intangibles), pero el Q de Tobin también es afectado por problemas contables.

<sup>11</sup>

Extractos de la literatura internacional.

<sup>12</sup>

Análisis de los distintos índices de desempeño utilizados en la literatura internacional.

<sup>13</sup>

*El Q de Tobin*: proxy de la valorización de mercado de los activos de la firma. Es igual al ratio del valor de mercado de la firma sobre el costo de reposición de activos físicos (planta e inventarios). Es alto cuando la firma tiene activos intangibles valorables además del capital físico, como el poder de monopolio, goodwill, derecho de patentes, o buenos administradores.

El numerador de Q (valor de mercado <sup>14</sup> de la firma), refleja parcialmente el valor que inversionistas asignan a la firma por sus activos intangibles, mientras el denominador de Q (estimación del costo de reposición de los activos tangibles), no incluye inversiones que la firma ha hecho en activos intangibles. El ingreso futuro de la firma es tratado como si sólo fuese posible generarlo gracias a inversiones en capital tangible. Recientes estudios no miden el costo de reposición del capital tangible, sino que usan el valor libro de la depreciación, incorporándose los problemas de contabilidad. El numerador de Q, en un gran grado, refleja a índices de ganancias contables. Inversores no ignoran el pasado para determinar razonablemente las ganancias futuras de las firmas. Altos índices de ganancias contables van acompañados por alto precio de acciones, mientras el denominador de Q, cuando es medido por el valor libro de la depreciación, es muy parecido al utilizado por los índices contables. Entonces, se podría evidenciar una correlación simple entre Q y los índices de ganancia contable <sup>15</sup>.

### 1.5.2. Estructura de propiedad <sup>16</sup>

---

Las medidas de la estructura de propiedad utilizadas por Demsetz y Lehn están basadas en la fracción de acciones poseídas por los accionistas principales.

Los estudios posteriores se focalizaron en la fracción de acciones poseídas por la administración. Holdings de administración incluyen acciones que poseen los miembros del directorio y los ejecutivos. La exclusiva dependencia de esta medida es para rastrear los problemas de agencia que sugieren que todos los accionistas clasificados como administradores tienen un interés común. Esto no es del todo cierto. Un director, por ejemplo, puede tener una posición en el directorio porque tiene, o representa a alguien que tiene, gran propiedad de acciones.

Directores como este no tienen intereses idénticos a los del administrador profesional. Su interés está más alineado al de inversionistas externos. La correlación entre la fracción de acciones poseídas por importantes familias accionistas y la fracción poseída por la administración es positiva <sup>17</sup>. Esto sugiere que importantes Familias accionistas si tienen representación en los directorios. Estos directores familiares, o sus representantes, no pueden tener un mismo interés que los administradores puramente profesionales.

### 1.5.3. Propiedad endógena <sup>18</sup>

---

Difusión persistente de la estructura de propiedad de una firma posiblemente sirva a los

<sup>14</sup> Suma del actual valor de mercado de una acción común y la estimación de valores de mercado de acciones y deuda.

<sup>15</sup> Demsetz y Villalonga (2001)

<sup>16</sup> **Análisis de las distintas estructuras de propiedad utilizados en la literatura internacional contemporánea.**

<sup>17</sup> Demsetz y Villalonga (2001)

accionistas de mejor manera que una estructura concentrada, incluso si mayor difusión de la propiedad permitiera a los administradores profesionales obtener más recursos de la firma para servir su propio interés (por falta de control). En este mismo sentido, según Demsetz y Villalonga, no existe duda de que la administración sirve su propio interés al grado de que el monitoreo imperfecto lo permita.

El punto central es si es que la administración profesional y la estructura difusa entregan suficientes ventajas especiales a las firmas para contrarrestar las desventajas. Si se compensan las desventajas, no debiera haber relación sistemática entre propiedad administrativa y desempeño de la firma.

¿Si las ventajas no son del todo compensadas, por qué sobrevive la estructura de propiedad difusa? Si bien es cierto existen costos asociados a cambiar una estructura de propiedad no óptima, éstos no pueden aislar una estructura impropia por varios períodos.

Debido a consideraciones como información interna y compensación del desempeño base, el desempeño podría afectar a la propiedad así como la estructura de propiedad podría afectar el desempeño. La posible divergencia entre expectativas internas y expectativas sobre la base del mercado para el desempeño de la firma crea un incentivo a los administradores para variar su holding de acciones en concordancia con su expectativa de lo que ocurrirá con el futuro desempeño.

Una fuerte compra de acciones por parte de administradores es un ejemplo extremo de cómo las expectativas sobre el desempeño pueden causar que la estructura de propiedad cambie. Compensaciones administrativas en la forma de opciones sobre acciones ofrecen otra posibilidad para una causalidad en que el desempeño de la firma afecta la estructura de propiedad.

El descubrimiento de que la estructura de propiedad es endógena y posiblemente afectada por el desempeño de la firma indica que esta endogeneidad debiera ser tomada en cuenta en la meta de averiguar la relación entre la propiedad y el desempeño. Estudios no han tratado a los holdings administrativos de manera endógena, y estudios que si lo han hecho no han hecho notar a los accionistas inversionistas que no son parte de la administración de la firma.

El estudio de Demsetz y Villalonga ha sido el primero en tratar a la endogeneidad como debiera ser y, al mismo tiempo, en examinar los roles jugados por los diferentes tipos de accionistas<sup>19</sup>.

#### **1.5.4. Relación desempeño con estado de economía**

---

La alineación o divergencia de intereses de los accionistas controladores y externos depende críticamente del estado de la economía, sea éste un buen o mal estado.

<sup>18</sup> Análisis de las distintas posturas hacia el tratamiento de la propiedad (endógeno o exógeno) en la literatura internacional contemporánea.

<sup>19</sup> Por esta razón este estudio será la base para esta tesis.

Aoki (1994) indica que el efecto del monitoreo de la matriz sobre sus afiliadas crea un efecto distinto sobre el desempeño, dependiendo del estado de la economía y de las características de ésta, ya que la asimetría de la información varía con los diferentes estado de la economía. Complementando esta idea, Jensen (1993) comenta que el sistema de control interno actúa asimétricamente dependiendo de los niveles de ganancia o pérdida corporativa.

Los costos de agencia son especialmente altos y más importantes en empresas en bajo crecimiento que en empresas que crecen en forma rápida. Las fallas de un mecanismo de control interno en un estado bueno contienen su raíz de problemas en el período malo, en el cuál la firma es pobre y tiene dificultades financieras.

En un buen estado de la naturaleza, los accionistas controladores pueden sentirse incentivados a apegarse al sentido de la hipótesis “entrenchment” sin sentirse amenazados de perder el control. Sin embargo, en un estado malo, la posibilidad de perder el control reduciría el “entrenchment” administrativo, e impulsaría a esforzarse por aumentar el valor de la firma.

Dewatripont y Tirole (1994) muestran una correlación específica entre ingresos y control, es decir control sobre los activos después de un buen desempeño y control sobre la deuda después de un estado de mal desempeño. Ellos muestran que, en un estado recesivo, la parcial congruencia entre los intereses de los administradores y los controladores debido al miedo de la administración hacia los intervencionistas de créditos cuando la firma está en control por deuda.

El beneficio y el costo relativo del control administrativo dependen críticamente del estado de la economía. Los conflictos de interés y los costos de agencia serán más costosos en un estado malo, y la buena alineación de intereses entre distintos grupos de accionistas será más beneficiosa en un estado malo que en uno bueno.



## **2. LITERATURA CHILENA SOBRE “RELACIÓN ENTRE LA PROPIEDAD Y EL DESEMPEÑO”<sup>20</sup>**

### **2.1. CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD EN CHILE**

El estándar de firmas de Berle y Means (1936) caracterizadas por una propiedad dispersa es una extraña ocurrencia en las economías emergentes. En la mayoría de las economías emergentes (entre ellas Chile), la típica firma es caracterizada por su concentrada propiedad.

La concentración de la propiedad en las compañías transadas en la bolsa de comercio de Chile es inusualmente alta, cuando se compara con compañías que transan en bolsas del mundo desarrollado. Esta concentración es por dos causas: unos pocos accionistas poseen una porción significativa de acciones en estas compañías y también controlan un número significativo de compañías.

20

Incluyendo literatura sobre realidad de economías emergentes, cuya situación es parecida a la chilena.

Un primer indicador de este fenómeno es el que compara el porcentaje de propiedad poseído por los mayores accionistas en una muestra de las mayores compañías en 5 países. En Chile controlan un 40%, Alemania un 22%, Japón un 7% y USA un 5% <sup>21</sup>. Otro indicador es el que se refiere al porcentaje de propiedad poseído por diferentes tipos de accionistas, cuando se considera a todas las compañías del mercado accionario de cada país. En Chile los mayores accionistas poseen un 60% del total de acciones de las compañías que transan en la bolsa.

Un tercer indicador es el movimiento accionario en la bolsa. El que será representado por el total de transacción de acciones en un año con relación al valor total de mercado al término del mismo año. Chile muestra un ratio bastante bajo (6.2%). Una posible explicación de este bajo nivel de transacción es que los grupos controladores no transan sus acciones.

## **2.2. GRUPOS ECONÓMICOS**

La mayor parte de la literatura chilena hace referencias, en sus estudios, a los grupos económicos. <sup>22</sup> Por ello a continuación se expone un análisis de los grupos económicos. Este análisis ayudará a comprender de mejor manera el escenario en que se desarrolla la relación entre la propiedad y el desempeño en las firmas chilenas.

### **2.2.1. Principal organización económica**

---

La firma estándar en Chile es usualmente parte de una compleja estructura controlada por un individuo, un grupo de personas o una familia. Estas complejas estructuras son conocidas como grupos o conglomerados. Son la principal organización económica en la larga lista de economías emergentes.

La mayoría de los grupos económicos operantes en Chile en los noventa, pueden haber nacido o haber sido transformados en gran medida por una de las dos olas de privatización; la primera de 1974 hasta 1979 y la segunda de 1984 hasta 1989.

### **2.2.2. Definición**

---

Los grupos están formados usualmente por una variedad de unidades de negocios, que en su mayoría la propiedad y la administración se encuentran frecuentemente en las manos de una familia, aunque recientemente nuevos grupos han emergido, controlados por propietarios-administradores.

La definición legal de un grupo económico en la legislación chilena indica que: “Un

<sup>21</sup> Majluf, 1998.

<sup>22</sup> Esta es una de las causas por la que no se incluye el estudio de los grupos económicos en esta tesis.

## **2. LITERATURA CHILENA SOBRE “RELACIÓN ENTRE LA PROPIEDAD Y EL DESEMPEÑO” Incluyendo literatura sobre realidad de economías emergentes, cuya situación es parecida a la**

---

grupo económico es un set de compañías que presentan un tipo de relación y nexos en su propiedad, gerencia, administración o en sus responsabilidades de crédito; debido a esto existen fundamentos para creer que las decisiones económicas y financieras de estas compañías están guiadas o subordinadas por los accionistas del grupo, o que ellas tienen un riesgo financiero común para la obtención de créditos o en los instrumentos financieros que utilizan”<sup>23</sup> .

Los conglomerados (grupos económicos para la realidad chilena) no están solamente caracterizados por la propiedad común sobre un grupo de firmas, sino también por el complejo mecanismo usado para lograr el control, cómo son los esquemas piramidales, “cross-holdings” (a través de los holdings) y “dual-class shares” (dos tipos de acciones).

### **2.2.3. Esquemas piramidales<sup>24</sup>**

---

Las leyes corporativas chilenas prohíben el “cross-holdings”. Las acciones de dos clases son permitidas, sólo en el caso en que los términos de preferencia estén estrictamente especificados en los estatutos de la compañía. Un tema de propiedad con distintos tipos de derechos sobre ella debe ser aprobado por el 75% de los votos en una reunión de accionistas. De todos modos, accionistas de dos clases son muy extraños de encontrar en corporaciones chilenas.

La manera más común de separar el control de los derechos sobre las utilidades en los conglomerados chilenos es a través de los esquemas piramidales. Se evidencian cuatro niveles de estructuras piramidales dependiendo del grado de consolidación del grupo. Los grupos chilenos usan sistemas simples de estructura piramidal, siendo extraño encontrar estructuras piramidales de cuatro niveles.

Es importante evidenciar que, a pesar de que los conglomerados chilenos están formados por estructuras piramidales relativamente simples, no es siempre fácil acertar el modo en que estas estructuras piramidales son controladas. La razón es que hay muy pocas personas a través de los mayores accionistas. Los controladores de estas estructuras poseen acciones a través de un holding de compañías privado con nombres de fantasía que participan en todos los niveles de la estructura piramidal (La gran diferencia entre el ingreso personal y los índices de impuestos para las compañías son la explicación que avala el extremado uso de este tipo de holdings privados de compañías).

### **2.2.4. Clasificación de los grupos económicos**

---

Según Majluf (1998) los grupos económicos chilenos se pueden clasificar en tres categorías:

1. Grupos propiedad familiar

<sup>23</sup> Artículo 96, Título XV, Ley 18045 Mercado de Valores.

<sup>24</sup> **Mecanismo de control de los conglomerados chilenos.**

Como su nombre lo indica, estos grupos son poseídos y administrados por una familia. En términos de su evolución, la mayoría de los grupos nacieron gracias a empresarios (o sus descendientes) que fueron activos en el escenario de negocios en Chile durante muchas décadas. Los grupos familiares dominantes crecieron rápidamente durante los ochenta, gracias al rápido desarrollo económico del país y además gracias a fusiones, uniones y adquisiciones de compañías en bancarrota que estaban en las manos de bancos antes de la crisis económica de 1982.

### 2. Compras de la gerencia (Management Buy Outs, MBO's)

Estos grupos son compañías que eran propiedad del estado, y que luego fueron privatizadas y actualmente son controladas y manejadas por sus antiguos ejecutivos (gerentes), quienes poseen el rol dual de accionistas y administradores (como director o gerente).

Estos grupos tienen una historia más corta que los grupos familiares, la mayoría se originó durante la primera ola de privatizaciones en la década los setenta. Un elemento clave en la formación de estos grupos fue la privatización de las compañías propiedad del estado (por medio de la conversión de pagos de indemnización para ejecutivos y empleados en acciones de las compañías) y el mecanismo del "capitalismo popular"<sup>25</sup> por medio del cual los empleados y ejecutivos recibían soporte financiero del gobierno para comprar acciones de sus compañías que estaban siendo privatizadas. En orden de entregar gobernancia a estas compañías, el gobierno le entregó el control de la compañía a sus ejecutivos, el cual retienen hasta hoy.

### 3. MBO's, con los fondos de pensiones (AFP) como accionistas significativos

Estos son grupos manejados y controlados por sus antiguos ejecutivos, en los cuales las AFP's tienen una posición significativa como accionista minoritario.

El origen y evolución de estos grupos es similar a la de los grupos MBO, excepto por el hecho de que los fondos de pensiones han tomado importancia en las posiciones de propiedad como nuevo activo requerido por estos grupos para crecer.

## **2.2.5. Características de los grupos económicos**<sup>26</sup>

---

Una de las más grandes características es que los grupos son persistentes en el tiempo, y hábiles para adaptarse a los distintos cambios situacionales. De hecho los conglomerados han sido capaces de crecer y aumentar su ámbito de negocios incluso en momentos de fuertes reformas económicas y procesos de desregulación, probando que su existencia no depende de estructuras económicas arcaicas. Los grupos facilitan el desarrollo de la economía siendo capaces de operar bajo condiciones en que ningún otro tipo de firma puede resistir (Khanna y Palepu, 1999).

Sin embargo estas concentradas estructuras o grupos económicos a través del

<sup>25</sup> Uno de los mecanismos incentivados por el gobierno para inyectar capital en las instituciones financieras en 1986.

<sup>26</sup> Extractos de la literatura chilena.

## **2. LITERATURA CHILENA SOBRE “RELACIÓN ENTRE LA PROPIEDAD Y EL DESEMPEÑO” Incluyendo literatura sobre realidad de economías emergentes, cuya situación es parecida a la**

---

problema de agencia conllevan ineficiencias en la inversión y generan expropiación del accionista minoritario. El costo de agencia aumenta más que proporcionalmente a medida que los derechos sobre dividendos poseídos por el controlador disminuyen (Bebchuk, 1999).

Los grupos económicos son para las firmas una forma natural y eficiente para tratar con mercados de capitales imperfectos, pobres instituciones, corrupción y otras imperfecciones que se encuentran en las economías emergentes. En este contexto, los grupos económicos emergen como una forma de llenar las falencias dejadas por las ineficientes instituciones. En particular, en un mercado de capital interno, la alocaión de los fondos en las diferentes unidades de negocios del conglomerado crea valor en un mundo crediticio con restricciones (Stein, 1997). Otra sinergia financiera emerge debido a la posibilidad de los conglomerados de liquidar sus activos de unidades específicas de negocio en respuesta a un mal pasar de la empresa, y también debido a la diversificación del riesgo que puede ser valorable por los inversionistas en mercados de capitales imperfectos.

Además existen sinergias operacionales generadas a través de los conglomerados. Esto está relacionado con las economías de escala y de ámbito en productos y factores de mercado que emergen debido a servicios básicos pobres como electricidad, correo y otros. Puede también estar relacionado con una pobre protección al consumidor y por la ventaja de ser un grupo branding<sup>27</sup>. Una de las razones más citadas para los conglomerados en mercados emergentes es la ventaja que crean en su trato con un gobierno corrupto, una economía altamente regulada y un poder judicial deficiente (Khanna y Palepu, 1997).

Otros estudios como Claessens (1999) indicaron que, los grupos económicos de Chile son eficientes en reducir el riesgo del inversionista a través de su mercado interno de capitales. Mientras (Khanna y Palepu, 1997) complementaban esta visión indicando que, los grupos afiliados en India y Chile están relacionados a mayores diversificaciones y mejor alocaión de recursos.

En la última década se ha identificado una inflación en el número de grupos económicos. Esto se debe, en parte, al hecho de que grandes corporaciones se han dividido y creado nuevas unidades específicas de negocios.

### **2.2.6. Concentración de la propiedad en los grupos económicos**

---

La concentración de la propiedad es una de las principales variables consideradas al momento de evaluar los mecanismos del gobierno corporativo y la protección a los accionistas minoritarios, y esta concentración es representada principalmente por los grupos económicos. Además, en general una alta concentración está asociada a una pobre protección a los intereses minoritarios. Alrededor del 70% de las compañías no financieras en Chile pertenecen a un tipo de conglomerado. Estas compañías poseen alrededor del 91% del total de los activos<sup>28</sup>. Además, los accionistas controladores

<sup>27</sup> Abarca varios tipos y estilos de marcas distintas.

poseen más acciones (derechos sobre los dividendos), de los que son, en principio, necesarios para tener el control.

Con relación a los accionistas minoritarios, éstos poseen alrededor del 30% de los activos controlados por los grupos chilenos. Los fondos de pensiones son alrededor un 25% de los accionistas minoritarios, mientras que los ADR's representan un 25%. Los fondos de pensiones y ADR's poseen un 10% del total del capital repartido entre los conglomerados, y consecuentemente representan un accionista minoritario significativo en los grupos chilenos. Este resultado es consistente con lo dicho por Iglesias (1999): "El 10% de los miembros del directorio en compañías donde los fondos de pensiones son accionistas están asociados a los votos de los fondos de pensiones".

### **2.2.7. Estudios sobre financiación en los grupos económicos**

---

Para los conglomerados, la financiación externa <sup>29</sup> pasó de 60% del valor total de mercado en 1990 a 70% en 1998. La evidencia muestra que, las estructuras piramidales usadas por los conglomerados han sido planeadas para obtener una proporción más alta de financiación externa que firmas simples (Pareciera que los grupos prefieren que los holdings minoritarios se materialicen a través de las subsidiarias, mientras que los controladores prefieren invertir en las compañías matrices. Esto puede estar relacionado con un descuento por ser conglomerado).

Los conglomerados son propicios a obtener mayor deuda de largo plazo que las firmas no afiliadas a ninguno de ellos. Mientras la deuda de largo plazo representa casi un 70% del total de la deuda para los grupos, es sólo un 40% en el caso de las firmas no afiliadas. Asimismo los grupos son más propicios a obtener financiación de bonos que las firmas no afiliadas. Finalmente, las firmas no afiliadas dependen mucho más de distribuidores como fuente de fondos que los grupos.

### **2.2.8. Conclusiones sobre estructuras de propiedad y gobernancia en los grupos económicos** <sup>30</sup>

---

El modelo chileno de estructuras de propiedad y gobernancia de los grupos de compañías, pueden no tener una validez general ya que pueden ser consecuencia de un marco legal, prácticas gerenciales, y específicos eventos históricos y políticos, entre otros factores.

#### **1. Los grupos poseen una estructura de múltiples capas**

<sup>28</sup> El total de los activos se refiere al valor total de mercado de las firmas no financieras que reportan a la SVS, obtenido como el valor libro de la deuda más el valor de mercado de los activos.

<sup>29</sup> Medida dada por el nivel de deuda más el interés minoritario.

<sup>30</sup> **Gobernancia y Estructura de propiedad en los Grupos económicos chilenos (Majluf, Abarca, Rodriguez, Fuentes), Abril**

## **2. LITERATURA CHILENA SOBRE “RELACIÓN ENTRE LA PROPIEDAD Y EL DESEMPEÑO” Incluyendo literatura sobre realidad de economías emergentes, cuya situación es parecida a la**

---

Los grupos propiedad familiar y MBO's muestran una estructura de tres capas: compañías inversionistas, las cuales controlan holdings, siendo estos últimos controladores de las subsidiarias.

El primer piso está compuesto por corporaciones privadas denominadas compañías de inversión. Estas compañías son los propietarios legales de los intereses de los grupos sobre los holdings.

Las compañías de inversiones pareciera que sirven como vehículo de financiación y como esquema para mantener el control sobre las compañías. Cada grupo tiene su propio acuerdo de relación a través de las compañías de inversión, y entre éstas y los holdings.

El segundo nivel está compuesto por los holdings de cada grupo. Regularmente estos holdings están focalizados en un sector industrial limitado. La mayoría de estos holdings son corporaciones abiertas, transándose en la bolsa de valores. Estos holdings, son justificados por razones estratégicas, pero también pareciera ser bueno para obtener una mejor valoración de mercado dada por los analistas financieros. A pesar de que cada uno de estos holdings está focalizado en un tipo de industria, el portfolio de holdings poseído por un grupo está altamente diversificado.

El tercer nivel corresponde a las subsidiarias, equivalentes en concepto a las unidades estratégicas de negocio, las cuáles dependen de los holdings.

Estas subsidiarias poseen cuatro metas:

- Fortalecer el foco del negocio, con una línea de actividad claramente más definida para cada subsidiaria.
- La creación de nuevos negocios se facilita por esta fragmentación de mercado y líneas de productos.
- El control administrativo esta más planificado, con responsabilidades mejor definidas para los administradores a cargo.
- La descentralización también produce una dispersión del poder, lo cuál es considerado una gran ventaja para manejar las relaciones laborales en general, y para tratar de mejor manera con los sindicatos.

### 2. Los grupos muestran un patrón variado de diversificación

A pesar de que los holdings son compañías generalmente focalizadas e una industria en particular y los grupos son más bien una agregación diversificada de compañías en varias industrias, el nivel de diversificación de un grupo a otro difiere en gran medida. El indicador que se utiliza para medir esto es un ratio entre la mayor inversión hecha en una industria en relación al activo total de la compañía (ratio de especialización).

### 3. Los Holdings están firmemente controlados

Los grupos mantienen un interés bastante elevado en los holdings. Una posible explicación se refiere a los derechos a voto en las juntas de accionistas.

### 4. Alto control del grupo sobre los directorios de los holdings

Como una consecuencia directa de la concentración de propiedad, desde una perspectiva de gobernanza los grupos ejercen un poder significativo en nombrar a los miembros del directorio.

5. Alta repetición de miembros del directorio

Otra interesante perspectiva sobre la gobernanza está relacionada por los “directorios entrelazados”, lo cual se refiere al hecho de que un mismo individuo actúa en más de un directorio en representación de los propietarios. El bajo nivel de repetición de mismos individuos en directorios de grupos familiares se debe al hecho de las muchas compañías poseídas por este tipo de grupos.

En los grupos emergentes, prácticamente cada individuo ocupa dos cargos directivos. Esto puede indicar que estos grupos están más firmemente controlados por los propietarios, quienes participan activamente en el asunto del día a día de sus firmas. Este indicador también puede ser el resultado de la intención de promover la relación entre las compañías poseídas, vía directorios entrelazados.

6. Los Grupos han establecido “alianzas estratégicas” y “joint ventures” con firmas extranjeras

La participación de firmas extranjeras se puede evidenciar en cualquiera de los tres niveles previamente descritos. Cada joint venture representa una solución peculiar, convenido por los socios, dependiendo del particular estado de competencia.

7. Tenencias cruzadas entre grupos no son significativas

Generalmente los grupos no comparten propiedad de compañías.

### **2.2.9. Composición del directorio en los grupos económicos**

---

El directorio toma decisiones muy importantes. Además, el control es ejercido, en la práctica, por directores elegidos directa o indirectamente por los grupos controladores.

Según Lefort y Walter (2000), en el promedio, la evidencia demuestra que cada director ocupa 1.5 puestos de director. Además, los grupos más grandes tienden a centralizar su composición de directores en pocas personas en comparación con los grupos más pequeños. En los grupos grandes, cada director posee 2.3 puestos, mientras que en los grupos pequeños cada director posee 1.5 puestos. Este mismo estudio presentó el número de directores que actúan como miembros de directores en más de un conglomerado. El resultado indicó que, en grupos grandes, muy pocos directores participan en mesas directivas de firmas pertenecientes a más de un grupo. Mientras que en los grupos pequeños un poco menos del 10% de los directores está en más de un directorio de distinto conglomerado.

Por lo tanto, los directores tienden a ser exclusivos de los grupos. Raramente pertenecen a más de uno. Esto indica que los grupos no colaboran entre ellos, lo que sugiere que cada grupo maneja su propia información estratégica y no está dispuesto a compartirla.

También se indica que incluso los directores elegidos por los accionistas minoritarios

## **2. LITERATURA CHILENA SOBRE “RELACIÓN ENTRE LA PROPIEDAD Y EL DESEMPEÑO” Incluyendo literatura sobre realidad de economías emergentes, cuya situación es parecida a la**

son exclusivos de los grupos de firmas. Iglesias (1999) muestra que el 10% de los directores en firmas, en que los fondos de pensiones poseen acciones, son elegidos por votos de los fondos de pensiones. Sin embargo, la evidencia muestra que los miembros de directorios que son profesionales independientes raramente se encuentran presentes en las corporaciones chilenas.

### **2.2.10. Hipótesis para los conglomerados en mercados emergentes <sup>31</sup>**

Los conglomerados han sido la forma predominante de organización de negocios en Chile desde 1950. Estos grupos son diversos en su naturaleza, y muchas veces incluyen firmas en diferentes sectores de la economía.

¿Porqué hay grupos en mercados emergentes?

Si un grupo es sólo una colección de firmas pertenecientes a un mismo grupo reducido de propietarios, la respuesta se debería a que los inversionistas deben poner su dinero en alguna parte, y si ellos son demasiado grandes, simplemente no pueden invertir en el mercado de capitales. Ellos deben encontrar sus propias fuentes de inversión. La pregunta entonces sería porqué la distribución de la riqueza es tan sesgada. Podría ser argumentado que estos inversores podrían invertir en el extranjero. Entre las distintas razones de la aparente escasez de diversificación internacional, se puede sugerir la existencia de asimetrías de información, diferencias en la escala de los negocios y diferencias en la distribución del ingreso. Además es posible que las empresas en Chile estén en una etapa temprana del proceso para la diversificación internacional.

El porqué centralizar la administración de las firmas en un grupo, puede ser también explicado por la existencia del tradicional problema “agente-principal” entre el propietario y el administrador.

El alto nivel de concentración es real tanto para los grupos como para las firmas no pertenecientes a grupos. Porqué los grupos hacen esto (concentrar su propiedad) en vez de intentar diversificar. Podrían intercambiar grandes bloques de acciones no controladoras con otros grupos, o vender el exceso al público. Una posible respuesta es que en Chile los controladores necesitan poseer una gran propiedad sobre la firma para poder controlarla. Otra explicación es la hipótesis de “no-cooperación” (o quizás competencia) entre grupos, apelando particularmente al pequeño tamaño del país. Apoyando esta teoría está el hecho de que los directores pertenecen sólo a sus grupos.

Además, la habilidad para vender el exceso de acciones al público está relacionada con lo desarrollado que esté el mercado de capitales, el cuál es bastante superficial en Chile. Una de las respuestas es la escasez de protecciones legales (Laporta). Pero, en el caso de que éstas existiesen, ¿dónde podrían invertir este dinero?

Una competitiva hipótesis para explicar la evidencia de que los conglomerados en Chile tienden a ejercitar control sobre una gran gama de acciones y por sobre el derecho

<sup>31</sup> Basado en estudio de Lefort y Walker (2000), Propiedad y Estructura de Capital de Conglomerados Chilenos: Hechos e Hipótesis de Gobernanca

a obtener dividendos está relacionado al hecho de que el valor de una opción real aumenta con el tamaño del activo subyacente. Las economías emergentes están sujetas a una gran variedad de eventos tanto económicos como políticos que generan una gran cantidad de oportunidades de negocios que se encuentran en el momento y lugar preciso. Entonces, por medio de la extensión del control sobre una gran diversidad de activos y generando una red de relaciones personales, los conglomerados aumentan la oportunidad de entrar a nuevos negocios. El valor de esa opción crece en la medida de que aumenta el tamaño del activo bajo control, explicándose así el porqué los conglomerados gustan de extender su control por sobre su derecho sobre dividendos. Como cualquier otra opción, el valor de ésta aumenta con la volatilidad del activo subyacente. Con relación al porqué no se reduce el precio de ejercicio (incrementándose la participación minoritaria), la respuesta está asociada al trade-off entre esto y la hipótesis de “no-cooperación” entre grupos.

# 3. ANÁLISIS DE LA RELACIÓN ENTRE LA PROPIEDAD Y EL DESEMPEÑO EN DOS ESTADOS ECONÓMICOS PARA LAS SOCIEDADES INSCRITAS EN EL REGISTRO DE VALORES

Este análisis se basará exclusivamente de acuerdo a los puntos indicados en el capítulo 8.5.<sup>32</sup>

## 3.1. CONFECCIÓN DE DATOS

### 3.1.1. Elección años

---

Para la realización de esta investigación hubo que seleccionar dos años. Uno de ellos

<sup>32</sup> Puntos conceptuales en la estimación de la relación entre la propiedad y el desempeño.

debía representar un año económicamente deficiente, es decir un año que en Chile haya sido considerado del tipo recesivo, y el otro año debía representar a uno de bienestar económico (año bueno).

En el estudio realizado por MIDEPLAN sobre los indicadores económicos y sociales 1990-2000, se pueden encontrar información relevante para los efectos de concluir la selección de estos años.

Para el caso recesivo se seleccionó el año 1999, debido a que interrumpió el crecimiento económico sostenido (crecimiento que hizo aumentar el ingreso per cápita) que se tuvo en Chile durante la década de los noventa. Esta interrupción se debió a las repercusiones de la crisis internacional (Crisis Asiática) y a la aplicación de una severa política de ajuste del gasto en el plano.

Uno de los índices escogidos para la elección del año recesivo (así como del año bueno) fue la evolución del PIB, que en 1999 mostró su primer retroceso de la década con una variación negativa del 1,1% con respecto a 1998.<sup>33</sup> En representación del año boom se eligió a 1995, por haber evidenciado la mayor variación en la década (junto con 1992), con un 8,2% con respecto al año anterior. Si bien 1992 muestra, en general, mejores índices que 1995, la falta de elección de éste se debe al hecho de que en ese momento comenzó el boom económico en Chile, mientras que en 1995 esa realidad era más que un simple índice. En 1992 es el comienzo, pero 1995 es el asentamiento de esta realidad alcista (todo funciona de mejor manera).

Otro índice que puede explicar la elección de un año recesivo es la evolución del producto interno per capita.<sup>34</sup> El cual en 1995 mostró un crecimiento de un 9% mientras que en 1999 evidenció un retroceso de 2,5%. Finalmente la inversión es otro índice que indica lo bien o mal que se encuentra un país, ya que entrega la sensación de tranquilidad y confianza que existe en un país. En 1995 la inversión en Chile creció casi un 50%, mientras que en 1999 ésta retrocedió en prácticamente este mismo nivel porcentual.

### **3.1.2. Datos de la propiedad**

---

De estos dos años se obtuvieron distintos datos relevantes para la investigación. Entre ellos se encuentran la propiedad de los 12 principales accionistas y los nombres de los directores y gerentes de las distintas sociedades, los cuales fueron recolectados de las distintas memorias encontradas en el Departamento de Documentación de la SVS<sup>35</sup>.

Para estos datos específicos, de las 582 sociedades inscritas en la SVS, para el año 1995 en 258 sociedades se pudo encontrar la información requerida. La información no encontrada se debió entre otras razones a, la no existencia de la memoria para tal

<sup>33</sup> Ver Anexo 10: Crecimiento Económico Producto Interno Bruto 1984-2000

<sup>34</sup> Ver Anexo 11: Producto Interno Bruto Per Capita

<sup>35</sup> Superintendencia de Valores y Seguros

### 3. ANÁLISIS DE LA RELACIÓN ENTRE LA PROPIEDAD Y EL DESEMPEÑO EN DOS ESTADOS ECONÓMICOS PARA LAS SOCIEDADES INSCRITAS EN EL REGISTRO DE VALORES

---

sociedad o la no inclusión de la información requerida en la memoria investigada.

Con relación al año 1999, en 330 sociedades se pudo encontrar la información requerida.

La intención de esta información era la obtención de un índice del porcentaje de propiedad poseído por los “insiders”. Para el año 1995 sólo 64 empresas (25%) de las 258 sociedades evidenciaron tener algún grado de propiedad de “insiders”, mientras que para el año 1999 fueron 67 (20%) de las 330 sociedades con información.

La baja cantidad de empresas en que los administradores poseen propiedad, se debe a las distintas posibilidades y facilidades de crear sociedades anónimas cerradas y/o sociedades de responsabilidad limitada. Esto se hace más evidente al encontrar una gran cantidad de sociedades limitadas entre los 12 principales accionistas.

Sin embargo, la principal causa de no encontrar una relación más abultada se debe a la arraigada existencia de los grupos económicos y su estructura de múltiples capas como ya se había indicado anteriormente.<sup>36</sup>

Esta estructura hace necesario investigar más a fondo el tema de la propiedad de los “insiders”, el cuál muchas veces se esconde detrás de estas redes de empresas asociadas a distintos grupos económicos.

#### 3.1.3. Datos Financieros

---

Los datos financieros se obtuvieron de las FECUs<sup>37</sup> de las distintas sociedades desde el año 1990 hasta 1999. De las FECUs se obtuvo datos de ingresos, utilidades, cantidad de acciones, activos y pasivos.<sup>38</sup>

Debido a la existencia de congruencia entre los datos financieros y de propiedad, es decir que por cada dato de propiedad de “insiders” para cierta empresa es necesaria la existencia de su dato financiero correspondiente, se perdieron muchos datos.

Esta pérdida de datos se debió a un error correspondiente a la información de las FECUs. Este error atañe al número de identificación de las sociedades (R.U.T), para algunas empresas este número no se encontraba registrado en la SVS pero lo que realmente había sucedido era que esa misma empresa había cambiado de nombre (por distintas razones) y por consiguiente de R.U.T. Por lo tanto los datos de esas empresas se perdieron y consecuentemente los de su homónimo de la base de datos de la propiedad, los cuales tenían el R.U.T actualizado, es decir, si bien la empresa había cambiado de nombre, el R.U.T actual reemplazaba al R.U.T anterior, por lo tanto el R.U.T anterior desaparecía y no se mantenía como era el caso de la información de las FECUs.

<sup>39</sup>

<sup>36</sup> Capítulo 9.2 Grupos Económicos

<sup>37</sup> FECU: Ficha Estadística de Codificación Uniforme

<sup>38</sup> Los datos de las FECUs los facilitó el Centro de Documentación de FACEA, obtenidos de la base de la Superintendencia de Valores y Seguros

En consecuencia de las 258 sociedades para 1995, sólo 124 quedaron con información completa para comenzar la investigación. Mientras para 1999, de las 330 sociedades sólo 161 quedaron con información completa.

## **3.2. METODOLOGÍA**

Las regresiones sobre la relación entre la propiedad y el desempeño se conforman de las siguientes variables.

### **3.2.1. Variables utilizadas**

---

LIH: log de la propiedad de los “insiders”.<sup>40</sup>

L5O: log de la propiedad de los 5 mayores accionistas.<sup>41</sup>

L12O: log de la propiedad de los 12 mayores accionistas.<sup>42</sup>

BETA: beta obtenido de las regresiones de retornos accionarios (riesgo de mercado).

STDRET: desviación estándar de los retornos accionarios (riesgo específico).

Estas variables se obtuvieron para cada empresa, muy pocas evidencian el dato LIH como se indicó anteriormente.

Con la obtención de los betas la muestra disminuyó aún mas, de las 582 sociedades sólo a 123 sociedades para el año 1999 se les pudo calcular un Beta, mientras que para el año 1995 el número fue de 62.

De cada una de las siguientes variables se crearon promedios por empresa para 1995 y 1999, tomando como rango de años de 5 a 3 años (a partir del año en estudio hacia atrás).

AVDOA1: promedio deuda 1 sobre activos.<sup>43</sup>

AVQT1: promedio patrimonio de mercado + deuda 1 (Q de Tobin).

<sup>39</sup> La única posibilidad de solucionar este problema es analizar empresa por empresa todos los nombres que ha poseído, tema a investigar en alguna futura tesis.

<sup>40</sup>  $\text{Log}(\text{INS}/(100 - \text{INS}))$

<sup>41</sup>  $\text{Log}(\text{OWN5}/(100 - \text{OWN5}))$

<sup>42</sup>  $\text{Log}(\text{OWN12}/(100 - \text{OWN12}))$

<sup>43</sup> Deuda 1: Obligaciones de corto plazo + Obligaciones de largo plazo + Obligaciones con el público (Bonos y Efectos de comercio) + Obligaciones con bancos e instituciones financieras + Obligaciones con el público. Aparte de esta existía una Deuda2 (Total pasivo circulante + Total pasivos a largo plazo), al ser menos específica que la anterior, se optó por Deuda 1.

AVASSETS: promedio de los activos.

AVROS: promedio retorno sobre ventas.

AVROE: promedio retorno sobre patrimonio contable.

AVROA: promedio retorno sobre activos.

### 3.2.2. Regresiones <sup>44</sup>

---

En este estudio se utilizaron 2 tipos de regresiones dependiendo de la variable utilizada para representar el desempeño.

En las regresiones tipo I se utiliza al Q de Tobin como variable desempeño. Cada una de estas regresiones se realizó para cada año (1995 y 1999).

A continuación se indican las 3 regresiones que conforman las regresiones tipo I utilizadas en base a esta variable desempeño:

Ec. 1: Q de Tobin como variable dependiente <sup>45</sup>

$$AVQT1 = LIH L50 AVDOA1$$

$$AVQT1 = LIH L120 AVDOA1$$

Ec. 2A: Fracción de acciones poseídas por "insiders" como variable dependiente

$$LIH = AVQT1 BETA STDRET AVASSETS AVDOA1$$

Ec. 2B: Fracción de acciones poseídas por 5 y 12 principales accionistas como variable dependiente

$$L50 = AVQT1 BETA STDRET AVASSETS AVDOA1$$

$$L120 = AVQT1 BETA STDRET AVASSETS AVDOA1$$

Cada una de las variables de estas ecuaciones deben ser del mismo tamaño (cada dato debe tener su homólogo), es por esto que muchos datos se perdieron.

En las regresiones tipo II se utilizan variables desempeño del tipo contable (AVROS, AVROE y AVROA). Cada una de estas regresiones se realizó para cada año (1995 y 1999).

A continuación se indican las 3 regresiones que conforman las regresiones tipo II utilizadas en base a estas variables de desempeño:

Ec. 1: Variables contables de desempeño como variables dependientes

$$AVROS = LIH L50 AVDOA1$$

$$AVROS = LIH L120 AVDOA1$$

$$AVROE = LIH L50 AVDOA1$$

<sup>44</sup> Ver Anexo 12: Regresiones

<sup>45</sup> Ec. 1 = Ecuación 1

$$AVROE = LIH L120 AVDOA1$$

$$AVROA = LIH L50 AVDOA1$$

$$AVROA = LIH L120 AVDOA1$$

Ec. 2A: Fracción de acciones poseídas por “insiders” como variable dependiente

$$LIH = AVROS BETA STDRET AVASSETS AVDOA1$$

$$LIH = AVROE BETA STDRET AVASSETS AVDOA1$$

$$LIH = AVROA BETA STDRET AVASSETS AVDOA1$$

Ec. 2B: Fracción de acciones poseídas por 5 y 12 principales accionistas como variable dependiente

$$L50 = AVROS BETA STDRET AVASSETS AVDOA1$$

$$L50 = AVROE BETA STDRET AVASSETS AVDOA1$$

$$L50 = AVROA BETA STDRET AVASSETS AVDOA1$$

$$L120 = AVROS BETA STDRET AVASSETS AVDOA1$$

$$L120 = AVROE BETA STDRET AVASSETS AVDOA1$$

$$L120 = AVROA BETA STDRET AVASSETS AVDOA1$$

Cada una de las variables de estas ecuaciones deben ser del mismo tamaño (cada dato debe tener su homólogo), es por esto que muchos datos se perdieron y por esto mismo las distintas regresiones fluctuaron con observaciones entre un número de 15 y 120, teniendo la mayoría 35 observaciones.

Para realizar estas regresiones se utilizó el programa Microsoft Excel.

### **3.3. HIPÓTESIS DE RELACIÓN ENTRE VARIABLES**

Se ha descrito anteriormente de forma bastante detallada la relación entre la propiedad y el desempeño (literatura internacional y nacional) por lo que las hipótesis sobre la relación que debería existir entre ellas ya fue desarrollada.

Pero, con las regresiones anteriormente descritas, nuevas variables han aparecido y se hace conveniente describir hipótesis asociadas a ellas, ya sea en su relación con variables de desempeño o de propiedad.

AVDOA1: Altos niveles de deudas deberían ir asociados a una baja proporción de fracción de acciones poseída por los principales accionistas, debido a que la empresa es más proclive a entrar en proceso de quiebra.

En tanto Dewatripon y Tirole (1994), como se indicaba anteriormente, indican que bajo un estado recesivo la propiedad de los “insiders” crece, debido al miedo de la administración hacia los intervencionistas de créditos cuando la firma está en control por deuda (es decir un alto nivel de deuda).

### 3. ANÁLISIS DE LA RELACIÓN ENTRE LA PROPIEDAD Y EL DESEMPEÑO EN DOS ESTADOS ECONÓMICOS PARA LAS SOCIEDADES INSCRITAS EN EL REGISTRO DE VALORES

BETA y STDRET: Miden el riesgo inherente en una acción. El STDRET es una medida relevante del riesgo en que se incurre al invertir en una acción, por lo tanto variaciones en esta variable posiblemente causen variaciones en la propiedad de acciones. Pero estas variables además representan la ganancia potencial inherente a la información interna (de los “insiders”). El precio de una acción (Q de Tobin) que varíe muy poco genera pocas oportunidades a la administración para comprar barato y vender caro antes de que otros lo hagan. Por lo tanto, altos valores de beta y STDRET crean mayores posibilidades de obtener beneficios del uso de la información interna. Entonces estas variables deberían tener un efecto positivo sobre la propiedad de los “insiders”. El riesgo hará también a los accionistas externos a supervisar de manera más cercana a la administración, por tanto debiera existir una relación positiva.

AVASSETS: Esta es una medida del tamaño de la firma. A mayor tamaño de la firma, mayor será el capital que los inversionistas requieran para obtener una fracción de la firma. Por lo tanto se espera que la relación entre esta variable y la proporción de acciones poseída por los distintos tipos de propietarios sea negativa.

## 3.4. RESULTADOS DE LAS REGRESIONES

### 3.4.1. Regresiones Tipo I para 1995 <sup>46</sup>

	F: 30	F: 30	F: 16	F: 42	F: 42
<b>1995</b>	<b>AVQT1 (L50)</b>	<b>AVQT1 (L120)</b>	<b>LIH</b>	<b>L50</b>	<b>L120</b>
<b>LIH</b>	393,78 (0,30)	655,82 (0,49)			
<b>L50</b>	- 11104,54 (-2,51)				
<b>L120</b>		-12053,96 (-2,04)			
<b>AVQT1</b>			-1,44E-06 (-0,00)	1,29E-07 (0,47)	9,80E-08 (0,40)
<b>AVDOA1</b>	- 6798,57 (-0,79)	-6631,85 (-0,75)	-5,20 (-1,91)	0,46 (1,55)	0,41 (1,54)
<b>BETA</b>			1,25 (1,26)	0,08 (0,62)	0,04 (0,33)
<b>STDRET</b>			3,81 (2,03)	-0,05 (-0,18)	-0,05 (-0,19)
<b>AVASSETS</b>			-1,02E-08 (-1,03)	9,55E-11 (0,40)	8,69E-10 (0,41)

<sup>46</sup> La letra F representa al número de firmas que conformaron la muestra. Letras entre paréntesis, por ejemplo (L50), se utilizan para diferenciar del tipo de variable explicativa utilizada en regresiones iguales. En definitiva sólo cambia el número de accionistas a considerar. Números entre paréntesis, por ejemplo (0,30), corresponden a los estadísticos t.

## ANÁLISIS DE LA RELACIÓN ENTRE LA PROPIEDAD Y EL DESEMPEÑO EN DOS ESTADOS ECONÓMICOS PARA LAS SOCIEDADES INSCRITAS EN EL REGISTRO DE VALORES DE LA

Al considerar al Q de Tobin como la variable dependiente, para los distintos años sólo se encuentra relación estadísticamente significativa con la variable independiente de propiedad accionista (L50 y L120). El signo es negativo, hecho que indica que al haber más propiedad externa debiera empeorar el desempeño. Este hecho no concuerda con lo expuesto a lo largo de la tesis, que al aumentar la propiedad externa el monitoreo sobre la administración se hace más efectivo y, consecuentemente esta última actuará de mejor forma afectando a rendimiento de la empresa.

Al pasar de los 5 principales accionistas a los 12 principales la relación es más negativa aún.

Al tratar a la variable LIH como dependiente, sólo se encuentra relevancia estadística con la variable STDRET (riesgo específico de la firma). En este caso el signo es positivo concordando con lo propuesto en la hipótesis.

Al tratar a la variable de propiedad accionista como dependiente, todas las variables independientes son estadísticamente no significativas.

### 3.4.2. Regresiones Tipo I para 1999

	F: 41	F: 41	F: 27	F: 122	F: 122
1999	AVQT1 (L50)	AVQT1 (L120)	LIH	L50	L120
LIH	655,82 (0,49)	371,73 (0,26)			
L50	-22122,26 (-3,75)				
L120		-35490,58 (-4,15)			
AVQT1			-7,98E-05 (-0,25)	-2,57E-06 (-0,87)	8,38E-07 (-0,32)
AVDOA1	-8607,94 (-1,06)	-6278,40 (-0,78)	2,38 (1,44)	-0,06 (-0,53)	0,13 (1,92)
BETA			-0,09 (-0,29)	0,02 (0,84)	0,02 (1,43)
STDRET			0,90 (0,48)	0,17 (0,82)	-0,01 (-0,07)
AVASSETS			-8,35E-11 (-0,05)	1,95E-11 (0,24)	4,89E-13 (-0,02)

Al considerar a la variable Q de Tobin como dependiente, sólo se encuentra dependencia estadística con la variable de propiedad accionista. Al igual que en 1995 esta relación tiene signo negativo, pero en 1999 esta dependencia es mucho más fuerte, afectando de forma más negativa al desempeño de la firma. Esto puede ser cierto ya que en un año malo la asimetría de información es mayor a la de un estado bueno, por lo que el monitoreo no tiene efecto llevando al empeoramiento del desempeño.

### 3.4.3. Regresiones Tipo II para 1995 <sup>47</sup>

<sup>47</sup> Letras entre paréntesis, por ejemplo (AVROE), se utiliza para diferenciar del tipo de variable explicativa utilizada en regresiones iguales. En definitiva sólo cambia el tipo de indicador contable de desempeño.





## 4. CONCLUSIÓN

Desarrollar una conclusión sobre lo expuesto e investigado a lo largo de esta tesis no resulta fácil. En primer lugar el tema goza de múltiples contradicciones a lo largo de su historia literaria, no obteniéndose en ninguna investigación datos 100% confiables ni seguros.

Se debe tomar en cuenta que anteriormente a esta investigación no existen estudios en Chile que hayan tratado de investigar la relación entre la propiedad (interna principalmente) y el desempeño.

La intención de esta tesis era ver si en Chile, al tomar una muestra del total de las sociedades anónimas que cotizan en bolsa, existía una relación estadísticamente dependiente entre la propiedad y el desempeño. Además, se deseaba investigar si existía algún tipo de diferencia en esta relación al compararla en distintos estados de la economía.

El resultado de las regresiones no fue lo que se esperaba. La mayoría de las relaciones que en ellas se definían resultaron ser estadísticamente no significativas. Las regresiones que tuvieron al Q de Tobin como medidor del desempeño no entregaron información relevante, quizás si se hubiere armado una base de datos más amplia se habría evidenciado algún tipo de relación.

Si bien, puede ser cierto que el desempeño no dependa de la propiedad, resulta difícil entender que el desempeño no dependa, por ejemplo, de la deuda (aunque al utilizar los datos contables como variable de desempeño sí se encuentra relación).

Entonces, es en este punto en el que el tamaño de la muestra pudo ser un factor clave.

En las regresiones en que los indicadores contables eran las variables representativas del desempeño tampoco se encontró relación significativa entre ésta y la propiedad (sólo casos aislados), pero si se encontró que el desempeño dependía de la deuda en forma negativa.

Otro hecho que se evidenció fue que la propiedad interna dependía en forma negativa del riesgo específico de la acción, hecho que concordaba absolutamente con la hipótesis.

Para el efecto en los distintos estados económicos (1995 año boom y 1999 año recesivo) no se pudo obtener conclusiones debido a la falta de variables con relevancia estadística.

Finalmente, luego de haber analizado los resultados de la investigación, quizás se pueda concluir que la estructura de propiedad, para el caso de Chile, no dependa del desempeño. Como lo indicaban Demsetz y Villalonga (2001), el mercado del control corporativo, que envuelve las tomas de posesión hostil o compra de participaciones de la administración, la adquisición y venta de acciones en la bolsa, responde a las fuerzas que crean las estructuras convenientes de la propiedad para las firmas, y esto remueve cualquier relación predecible entre estructuras de propiedad empíricamente observadas e índices de retorno de las firmas. Pero para que medie el mercado, se debe estar en un mercado de valores perfecto, y el mercado chileno todavía está lejos de llegar a serlo.

Por otro lado, el mercado de valores chileno tiene poco movimiento de transacciones, ya que se encuentra en un mercado pequeño, con poco capital a disposición y en que sólo unos pocos crean los grandes movimientos (grupos económicos). Si a lo anterior se suma la poca transparencia que existe al identificar a los accionistas de las sociedades, se entenderá, el porqué de los pocos datos y la escasa relación entre variables encontrada. Si los datos aumentaran quizás se obtendrían mejores regresiones.

## 5. BIBLIOGRAFÍA

- Seminario y Ciclo de Conferencias: El Gobierno Corporativo, Oportunidades y Amenazas para la Empresa Chilena: Entre el 3 y 30 de octubre de 2002. Santiago, SOFOFA y Ernst & Young. 28 p.
- LEFORT, F. y WALKER, E. Octubre 1999/Abril 2000. Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypotheses for Governance. Revista Abante, Vol.3 (1): 3-27.
- GOVERNANCE AND OWNERSHIP STRUCTURE in chilean economic groups. Por Nicolas Majluf "et al". Abril 1998. Revista Abante, Vol. 1 (1): 111-139.
- MANAGEMENT OWNERSHIP AND MARKET VALUATION. An Empirical Analysis. Por Randall Morck "et al". 1998. Journal of Financial Economics 20: 293-315.
- PUELMA ACCORSI, A. 2001. Sociedades. Título VI Administración y Representación, Título VIII De las Juntas de Accionistas. Editorial Jurídica de Chile.
- MIDEPLAN. 2003. Indicadores Económicos y Sociales 1990-2000.
- DEMSETZ, H. y VILLALONGA, B. 2001. Ownership structure and corporate performance. Journal of Corporate Finance 7: 209 – 233.
- AWAD MEHECH, J. 2001/2002. Artículos publicados en el Diario Financiero: La prudencia de un directorio; Soluciones al enronismo, más empresarios y mejores gobiernos corporativos; La productividad de la propiedad. Eficacia de su inteligencia emocional; Herramientas de la sismología empresarial; La propiedad internacional de

las empresas. Una realidad para los mejores.

## 6. ANEXOS

### ANEXO 1. GOBIERNO CORPORATIVO

El gobierno corporativo ha sido objeto en sí mismo de debate y de evolución, desde que en 1932 Berle y Means relacionaran dicho concepto con la separación entre propiedad y control.

Si bien el primer indicio de gobierno corporativo nació de la palabra inglesa Corporate Governance, la cual se traduce generalmente como “Gobierno Corporativo”, es recomendable que en Chile se comience a usar la traducción de “Gobierno de las Sociedades”, ya que legalmente las corporaciones son personas jurídicas sin fines de lucro, muy distintas a las sociedades.<sup>48</sup>

La literatura extranjera sobre gobierno corporativo es abundante, sin embargo en Chile, salvo casos aislados, no se ha desarrollado esta materia con la profundidad requerida.

De acuerdo al jurista español Fernández De La Gándara en relación a la literatura acerca de Gobierno Corporativo, llama la atención que “los rasgos definitorios de esta categoría conceptual distan de ser pacíficos y que la disciplina elaborada a través de

---

<sup>48</sup> Sin embargo para efectos de esta tesis se ocupará el concepto de Gobierno Corporativo.

códigos de conducta sigue constituyendo una tierra inexplorada, donde todavía existen muchas dudas y pocas certezas. No hay punto relacionado con el gobierno corporativo que no resulte controvertido, empezando por su propia caracterización jurídica”.<sup>49</sup>

Uno de estos puntos es el asociado a la relación de la propiedad con el desempeño de las sociedades, y para comprender mejor esta relación es necesario analizar la médula de esta relación: El Gobierno Corporativo.

## **1.1. DEFINICIÓN DE GOBIERNO CORPORATIVO**

---

La definición de Gobierno Corporativo dependerá de la visión que se tenga respecto a los objetivos de las sociedades, su forma de relacionarse con el mercado y la determinación de los intereses involucrados en el desempeño social.

En Chile se adopta la teoría contractualista, la cual concibe el interés social como aquél común a todos los socios y que se relaciona con el objeto y fin de la sociedad de dedicarse a determinadas actividades lucrativas. Este interés es distinto al interés de los accionistas individualmente considerados o de una minoría o mayoría de ellos.

Esta teoría afirma que “al derecho societario no le corresponde establecer normas específicas directas en resguardo del interés nacional. Sobre esto la legislación chilena adopta una postura diferente, ya que existen varias normas que protegen el interés del público y de terceros que contratan con la sociedad. Esto no significa que la sociedad deba actuar en función del bien público, sino que en su gestión se respeten y consideren los intereses de otros agentes”.<sup>50</sup>

El Gobierno Corporativo podría definirse como una mezcla de leyes, regulaciones y autorregulación (voluntaria), que permite a las compañías atraer y retener capital financiero y humano, funcionar en forma eficiente y así generar valor económico en el largo plazo para sus accionistas, respetando los intereses de la sociedad<sup>51</sup>.

La definición de Ira Millstein<sup>52</sup> señala que “el Gobierno corporativo abarca las relaciones entre los administradores de una sociedad y sus accionistas, basado de que el directorio es el agente de los accionistas para asegurar que la sociedad es gestionada en el mejor de sus intereses”.

De acuerdo a la definición dada por la OCDE<sup>53</sup>, Gobierno Corporativo es “el sistema

---

<sup>49</sup> Fernández de La Gandara, Luis. “El debate actual sobre el Gobierno Corporativo”, en “El Gobierno de las Sociedades Cotizadas”, Madrid, 2000.

<sup>50</sup> Ossa, Juan José. Introducción en el tema de Gobierno de las Sociedades o Gobierno Corporativo.

<sup>51</sup> Definición entregada por SOFOFA y Ernst & Young en el seminario: El Gobierno Corporativo, Oportunidades y Amenazas para la Empresa Chilena.

<sup>52</sup> “The Evolution of Corporate Governance in the United States”. Foro Económico Mundial. Davos, Suiza, 1998.

<sup>53</sup> Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

---

por el cual las compañías son dirigidas y controladas. La estructura del Gobierno Corporativo especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre los distintos partícipes de la sociedad (directorio, administración, accionistas y terceros relacionados como los acreedores, proveedores y clientes), clarificando las reglas y procedimientos para la toma de decisiones de los asuntos sociales. Proporciona, además, la estructura que permite establecer los objetivos de la sociedad, determinando los medios para alcanzarlos y cómo supervisar su cumplimiento”.

## 1.2. IMPORTANCIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO

---

El Gobierno Corporativo es un tema que afecta profundamente a directores, ejecutivos, reguladores, inversionistas, analistas financieros, fiscalizadores y auditores externos.

La confianza en el sistema es la base del funcionamiento de nuestra economía de mercado y, por lo tanto, es un activo que se debe proteger. La pérdida de confianza en el sistema financiero generada por recientes acontecimientos en los mercados de valores, especialmente en EEUU, en los cuales altos ejecutivos de grandes corporaciones han sido acusados ante la justicia por colusión con intermediarios financieros, fraude y uso indebido de información privilegiada, ha provocado la destrucción de valor para empleados, ejecutivos, accionistas y el mercado en su conjunto, lo que se ha traducido en quiebras de empresas importantes y en la caída de los mercados en todo el mundo.

Esto ha derivado en el replanteamiento de las reformas necesarias para resguardar la confianza, la transparencia de la información entregada y el respeto de la fe pública en el sistema (Ley Sarbanes-Oxley en EEUU <sup>54</sup>). Lo anterior, con la finalidad de atraer inversión que potencie el comercio en un marco de confianza y estabilidad, basado en normas privadas y públicas de general aplicación, tanto a escala nacional como internacional.

Sin embargo, las regulaciones tienen asociado un costo económico, por la asignación de recursos que la empresa debe realizar para generar la información adecuada, cubrirse de los eventuales riesgos de errores de la información y asesorarse con expertos legales, así como del mercado en general, si estas normas no contribuyesen al buen funcionamiento del mercado.

## 1.3. ORIGEN DE LA DISCUSIÓN SOBRE EL GOBIERNO CORPORATIVO

---

La tendencia moderna por desarrollar lineamientos de Gobierno Corporativo y Códigos de Buenas Prácticas empezó a principios de la década de los noventa en los países más desarrollados.

Esta tendencia surgió como una respuesta a los problemas de administración de empresas top, errores en la información financiera (Caso Enron), la percepción de falta de supervisión por parte de los directorios y a las presiones ejercidas por los inversionistas

<sup>54</sup> Ver Anexo 7: “Resumen de las principales medidas tratadas por la Ley Sarbanes-Oxley”.

institucionales.

## **1.4. RESPUESTA A LOS PROBLEMAS EN EE.UU**

---

El colapso originado creó una pérdida de credibilidad por parte del mercado y trajo consigo una serie de consecuencias directas o indirectas como <sup>55</sup> :

La destrucción del valor para los accionistas, empleados, ejecutivos, y la sociedad en 1. su conjunto.

Repercusiones del efecto tanto en buenas como malas empresas. 2.

Desaparición de empresas que aportaron al desarrollo del mercado. 3.

Ante esta pérdida de confianza y la destrucción de valor para el mercado, el 4. Congreso norteamericano promulgó la ley Sarbanes-Oxley, que promueve las siguientes acciones:

- Divulgar información en tiempo real
- Endurecer las penas criminales
- Incrementar la frecuencia de revisión a estados financieros
- Prohibir transacciones de Ejecutivos con información privilegiada durante períodos de caídas bursátiles
- Prohibir la prestación de algunos servicios a Firmas Auditoras Independientes

El tema de esta ley interesa en Chile, específicamente a los ejecutivos de las 25 empresas chilenas que tienen actualmente ADRs o bonos registrados ante la SEC <sup>56</sup> o a aquellos que están pensando en registrarse.

## **1.5. IMPORTANCIA DE LOS ESTADOS FINANCIEROS**

---

Debido a lo acontecido en EE.UU se hace necesario dedicar un análisis al papel que juegan los estados financieros en el entorno del Gobierno Corporativo bajo la realidad de este país (sin embargo atañe a países como Chile).

Los estados financieros son la principal fuente de información financiera entregada por la compañía y, por ende, de comunicación de la empresa con el mercado. Por esta razón se debe tener en cuenta lo siguiente <sup>57</sup> :

<sup>55</sup> Basado en la visión entregada por el Seminario: El Gobierno Corporativo, Oportunidades y Amenazas para la Empresa Chilena. Santiago, Chile. 2002.

<sup>56</sup> Security and Exchange Comission. Correlativo a la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

<sup>57</sup> Basado en la visión entregada por el Seminario: El Gobierno Corporativo, Oportunidades y Amenazas para la Empresa Chilena. Santiago, Chile. 2002.

- La información entregada debe ser lo más transparente posible, es decir, apearse a la realidad de la empresa. En ese sentido, la brecha entre los valores bursátiles (Expectativas del mercado) versus los valores contables, ha aumentado considerablemente en los últimos años.
- Hay dos grandes causas de estados financieros que entregan información errónea, la primera es fraude intencional. Sin embargo una segunda causa es la aplicación errónea de criterios contables, ya sea por desconocimiento, por vacíos contables ante nuevos negocios, o bien por uso de tratamientos contables alternativos que no fueron los más indicados.
- La aplicación de juicio profesional ante situaciones que requieren estimaciones, en algunos casos puede llevar a errores en el valor de activos, de ingresos, egresos, gastos, etc.
- En este aspecto el Comité de Directores es clave para un buen Gobierno Corporativo y la confianza del mercado. La información es valor para el mercado y, por ello, éste paga por la información.

## 1.6. EXPERIENCIA CHILENA

Antes de introducir a este tema se debe indicar que la empresa chilena está reconocida por tener mejor Gobierno Corporativo que sus pares en la región <sup>58</sup>. Además, la normativa que regula a las sociedades abiertas en Chile se anticipó a las regulaciones de otros países.

En Chile, las autoridades, ejecutivos y agentes externos, coinciden en que la posibilidad de tener escándalos financieros de la magnitud e impacto de EE.UU., es mucho menor.

En este país, las transacciones específicas respecto a ciertas sociedades determinaron la necesidad de mejorar las prácticas corporativas desarrolladas en ellas. Esta necesidad y preocupación creciente se reflejó en el estudio de la legislación aplicable a las S.A y al mercado de valores en general, enmarcado en la protección de los derechos de los accionistas minoritarios y la necesidad de aumentar la transparencia de los actos de la alta administración de las sociedades. Por todo esto se creó la Ley de OPAs, que regula actualmente las ofertas públicas de adquisición de acciones y establece el régimen de Gobierno Corporativo <sup>59</sup>.

Además, la creciente competencia y aumento de operaciones de carácter internacional han evidenciado la importancia de una mayor dirección integral en la estrategia de las sociedades. Producto de la globalización, las multinacionales deben

<sup>58</sup> Informe – McKinsey. 2002.

<sup>59</sup> Sin embargo, la rigidez percibida en los temas que rodean actualmente al Gobierno Corporativo hacen temer menor agilidad en la toma de decisiones y una pérdida de control por parte de los empresarios en Chile (Conclusiones Seminario: El Gobierno Corporativo).

adaptarse a las circunstancias de los países en que operen y, a su vez, las empresas locales deben adaptarse a los ritmos y exigencias de los competidores multinacionales.<sup>60</sup>

Las fusiones y adquisiciones que han aumentado en el último tiempo han llevado a las empresas a solicitar asesoramientos más rigurosos respecto al valor de su patrimonio. Se han reforzado los procedimientos de auditoría y la capacidad de los directores de vigilar las operaciones de la administración.

Existe un consenso en el mundo que el objetivo de las sociedades debe ser la creación de valor para sus accionistas. Parte esencial para cumplir este objetivo es la existencia de normas claras en cuanto a la eficiencia, transparencia, probidad y responsabilidad de los distintos partícipes de la sociedad en el desempeño de sus funciones.

Por otro lado, las empresas necesitan tener acceso a financiamiento externo, y a los inversionistas a los que accede debe asegurarles que sus intereses estarán debidamente resguardados. Por ello estos inversionistas exigen cada vez más mayor transparencia, mejor acceso a la información y mayor participación en la toma de decisiones (mejor Gobierno Corporativo).

La estructura de un Gobierno Corporativo dependerá de las características institucionales, sociales y legales de cada país. No se prevé una convergencia entre los distintos países hacia un mismo sistema de Gobierno Corporativo. Dependerán de ello, los cambios en la inversión extranjera, la influencia de los inversionistas institucionales, los distintos grados de concentración de acciones y el desarrollo del mercado que permitan la competencia por el control de las sociedades. Todo lo anterior decidirá el tipo de estructura que reinará en el mercado en particular.

## **1.7. OBJETIVOS DEL GOBIERNO CORPORATIVO**

---

Los objetivos básicos dicen relación con la transparencia, responsabilidad y honestidad de los integrantes del directorio y de los administradores, a fin de crear valor para los accionistas.

Estos objetivos tienen como fin corregir los problemas derivados de la separación entre la propiedad y la administración, la falta de comunicación entre los interesados en el desempeño de la empresa, la coexistencia de diversos intereses conjuntamente con un interés común, la desconfianza de los mercados en la gestión apropiada de las sociedades, la indefensión en que se encuentran los accionistas minoritarios y la definición del rol de los inversionistas institucionales. Una mejor protección a estos últimos desarrolla los mercados financieros y crea un mayor crecimiento económico.

Los objetivos de toda reforma<sup>61</sup> de Gobierno Corporativo deben tener sustento en las características propias del país. En la mayoría de los países y especialmente en Latinoamérica la concentración de poder de una sociedad y de su accionariado en un

---

<sup>60</sup> Sin embargo, el mayor acceso a los mercados globales de capital no ha sido el principal factor para la existencia de mejores prácticas en nuestro país, sino que éstas se han dado más bien por razones de profesionalización y visión estratégica (Conclusiones Seminario: El Gobierno Corporativo).

grupo reducido de accionistas es la regla general.

Para poder alcanzar los objetivos que una reforma de Gobierno Corporativo propone, los esfuerzos deben centrarse en el órgano de la sociedad que es capaz y responsable de poner en marcha las reformas necesarias. Es por eso que el directorio, por fijar la política societaria y los valores y objetivos de la sociedad que administra, debe ser objeto de un análisis exhaustivo y de una modernización o modificación de su estructura.

Pero el rol de los accionistas como supervisores del directorio también debiera ser reforzado, así como el rol de los gerentes como llevadores a la práctica de los acuerdos y proveedores de la información para los directores.

En definitiva, los objetivos que se persiguen, con la elaboración de un Código de Buenas Prácticas Societarias<sup>62</sup>, en Chile es conservar y revalorizar la inversión de los accionistas (actuales y/o futuros) de las sociedades, velando por el interés de terceros, fortaleciendo las labores fiduciarias de los directores para con los accionistas, complementar la legislación sobre el mercado de valores y sobre S.A (teniendo en cuenta que se trata de reformas voluntarias y no legales) e involucrar y obtener un compromiso de los distintos sectores empresariales del país y agentes de mercado de valores en la consecución de un Gobierno Corporativo eficiente.

Sin embargo las buenas prácticas no son suficientes, es necesario contar, además, con una Ética Empresarial que lleve a los distintos actores a auto imponerse buenas conductas, que aseguren mayor transparencia al mercado.

El fundamento de la voluntariedad radica en la concepción de que un incumplimiento no justificado del código, tendrá repercusiones directas en el nivel de reputación de las sociedades incumplidoras en el mercado. El objetivo es alentar a los accionistas para que insten la adopción de éstas prácticas, permitiendo un grado de flexibilidad. Si no ocurre esto, las medidas legislativas impondrían requisitos mínimos y sería mayor el riesgo de que los directorios se atuvieran más a las letras que al espíritu de dichas exigencias.

En Chile, el mercado de capitales está sujeto a fuertes asimetrías de información y ha sido deficiente para regular materias relacionadas con la transparencia de la información. Chile no puede seguir los modelos teóricos importados, sino que debe adaptarlos a su realidad, en que la propiedad es muy concentrada y en que los directores son, en muchos casos, representantes directos de los grandes accionistas.

Por lo tanto la incorporación de estas prácticas en Chile debe ser de forma diferente o bien omitida, ya sea porque la legislación nacional contempla dichas recomendaciones o bien ellas no son compatibles con las características propias de nuestro mercado. Es por ello que recomendaciones como la existencia de directores independientes en el

<sup>61</sup> La respuesta de algunos sectores en Chile es que las nuevas reformas legales en lugar de seguir prohibiendo conductas deberían centrarse en: Reglas eficientes y eficaces que se adecuen a la realidad local de nuestro país. El marco jurídico debe ser claro y cierto, que entregue transparencia, apoye la fe pública y resguarde la confianza de los agentes en el sistema, que no desincentive la creatividad y el emprendimiento y que no entorpezca el buen funcionamiento del mercado. (Conclusiones Seminario: El Gobierno Corporativo).

<sup>62</sup> Ver Anexo 8: Código de Buenas Prácticas: Principales elementos para mejorar el Gobierno Corporativo.

directorio, directores ejecutivos y no ejecutivos, o la existencia de múltiples comités de directores, deban ser analizadas en contraste con nuestra legislación y realidad.

## **1.8. MERCADO VERSUS REGULACIÓN <sup>63</sup>**

---

Por lo anteriormente expuesto, se hace necesario un pequeño análisis sobre la conveniencia entre regular o dejar al mercado utilizar su mano invisible.

Existen dos visiones para la regulación de las empresas, una corriente que basa sus códigos en la confianza del mercado y autorregulación y que ve en las leyes un riesgo para el desarrollo del mismo. Por otra parte, están quienes creen que las regulaciones y sanciones evitarán situaciones catastróficas y, por lo tanto, hay que focalizarse en regular más.

Quizás la respuesta se encuentra en el equilibrio entre ambas posturas, es decir, debe existir un marco jurídico adecuado a la realidad local, que proteja a los inversionistas y no entrase al mercado y junto con un código de buenas prácticas corporativas y una ética intachable al nivel de cada actor del sistema.

En este sentido la principal tarea recae en los emisores, auditores y reguladores (también actores del sistema), quienes deben recuperar la confianza perdida y cada cual tiene sus propias responsabilidades con relación a la calidad de la información que se entrega al mercado.

# **ANEXO 2. JUNTA DE ACCIONISTAS**

## **2.1. TEMÁTICA ACTUAL**

---

### **2.1.1. Inteligencia emocional**

La propiedad exige ser administrada para ser eficaz. Es una empresa dentro de la empresa.

En el ámbito de una gestión empresarial moderna, se aprecian consensos en objetivos prioritarios, como la satisfacción del consumidor, el aporte tecnológico, el talento de sus empleados, la relevancia de la interconectividad entre otros.

En estas mismas empresas, en cambio se asigna un rol secundario a la importancia con que la propiedad impacta la eficacia de la empresa.

Son tantos los ejemplos de empresas con dueños con una vocación y aptitud reconocida por su capacidad de riesgo, creatividad, visión de futuro, confianza en sus

<sup>63</sup>

Basado en la visión entregada por el Seminario: El Gobierno Corporativo, Oportunidades y Amenazas para la Empresa Chilena. Santiago, Chile. 2002.

---

decisiones, que hipotecan en parte todas estas virtudes, por una inteligencia emocional precaria de la propiedad entre sí.

Daniel Coleman definía a la inteligencia emocional como “la capacidad de reconocer nuestros propios sentimientos y los ajenos, de motivarnos y de manejar bien las emociones en nosotros mismos y en nuestras relaciones”. Para poder ejercer esta inteligencia, se requiere conocimiento de uno mismo, autorregulación, motivación, empatía y habilidades sociales.

Con este marco conceptual, la propiedad de una empresa, ya sea para disfrutar los éxitos o sobrellevar las dificultades, se debe permanentemente evaluar la inteligencia emocional, con que se está desarrollando sus responsabilidades empresariales.

Todas las empresas pueden cambiar de propiedad, esto hace relevante la prioridad del rol de la inteligencia emocional de la propiedad, evitando así acumular nuevos factores de riesgo empresarial, por el mal entendimiento o convivencia entre los socios o grupos controladores de accionistas.

### **2.1.2. Inteligencia con los socios**

Talento en el giro empresarial, y talento en la convivencia por la empresa, son desafíos difíciles de concretar. Para lograrlo la empresa debe diseñar un modelo de inteligencia entre los socios o accionistas controladores. Por ejemplo debe darse un adecuado pacto de accionistas y un código de mejores prácticas societarias.

Sólo así con una conducta pro-activa se puede consensuar la diversidad que necesariamente existe entre los socios, por orígenes en profesiones distintas, capacidades financieras, historiales, empresariales, intuiciones, talentos, edades, personalidades y tantos otros factores.

### **2.1.3. Inteligencia con el conocimiento**

La propiedad en su intuición tiene una virtud insustituible, que diferencia positivamente a sus empresarios exitosos. Esta virtud siempre debe ir asociada con un nuevo contrato con el conocimiento. Es así como la realidad empresarial exige conocer, comprender la empresa, con la percepción de la propiedad, para aceptar iniciativas empresariales de los empleados y así al tener trabajadores dotados con más conocimientos, son ellos responsables de la competitividad de la empresa y de su propia formación.

### **2.1.4. Pacto de accionistas**

En la nueva economía, que define a la empresa, como una empresa extendida, por las relaciones que es capaz de construir entre sus distintos sostenedores. Merece especial atención la relación entre los “genes” de sus accionistas controladores para potenciar las bondades de relaciones societarias.

El pacto de accionistas crea valor a las empresas, es pro-activo, anticipativo de la forma como deben resolverse decisiones trascendentales, dentro del ciclo de vida de una empresa. Por tanto, para instalar un eficaz gobierno corporativo, se requiere de un adecuado pacto de accionistas. La propiedad debe ser económica y orgánicamente solvente.

## **2.2. NORMAS QUE RIGEN A LA JUNTA DE ACCIONISTAS** <sup>64</sup>

---

### **2.2.1. Atribuciones de la junta de accionistas**

1. Modificar los estatutos o ley interna de la sociedad.
2. Pronunciarse periódicamente sobre los resultados de la gestión social efectuada por el directorio, en especial sobre la memoria y balances sociales, reparto de dividendos y destino de los fondos sociales.
3. Nombrar y remover a los directores, inspectores de cuentas, auditores externos y liquidadores de la sociedad.
4. Acordar la disolución, transformación, fusión y división de la sociedad.
5. Resolver sobre cualquier otro asunto de interés social que de acuerdo a la ley o al estatuto no correspondas a otro órgano social.

### **2.2.2. Limitaciones a las funciones de las juntas**

#### 1. La Ley

Ella puede establecer una prohibición o casos de ilicitud, que pueden incidir en acuerdos de la junta propiamente tal.

Además, puede limitar algunas de las facultades de las juntas, lo que también pueden ejercer los estatutos (principalmente las facultades de administración y representación que la ley radica en el directorio).

2. Facultades de las juntas que en el ejercicio de sus atribuciones no pueden afectar derechos individuales de los accionistas ni al interés social.

La Junta no puede privar de algún derecho a un accionista, que este haya incorporado a su patrimonio, no puede discriminar en detrimento de algún accionista, ni puede acordar o promover medidas o actos contrarios al interés social.

### **2.2.3. Fuerza legal de los acuerdos de las juntas**

Los acuerdos tomados por una junta de una S.A., son la manifestación de la voluntad colectiva de la sociedad, oponible a los accionistas disidentes o ausentes. Se debe tomar en consideración de que estos acuerdos son oponibles y no obligatorios debido a que algunos pueden afectar derechos individuales de los accionistas y eso es una limitante.

En el caso de los directores, éstos deben contar con la confianza de la junta. Esta por su parte no debe imponerles conductas contrarias a la ley y al interés social. En definitiva, los directores no están obligados por los acuerdos de la junta.

En cuanto a la aprobación o rechazo de los balances y estados financieros por la junta, como estos estados deben ir sujetos a las normas de contabilidad generalmente aceptadas, el pronunciamiento de la junta no obsta a que se determine judicialmente el efectivo resultado de la gestión social que debe reflejar el balance.

<sup>64</sup>

Basado en el Título VIII "De las Juntas de Accionistas" del Libro Sociedades. Puelma Accorsi, A. 2001.

### 2.2.4. El derecho a voto

Por medio del voto el accionista manifiesta su voluntad frente a una moción presentada en una junta de accionistas. A su vez el voto del accionista representa la voluntad colectiva de la asamblea de accionistas.

De las normas incluidas en los artículos 21, 62 y 66 de la L.S.A., se concluye:

Una acción corresponde a un voto, prohibiéndose que los estatutos concedan a la acción un voto múltiple. 1.

Los estatutos solo tratándose de acciones preferentes pueden establecer acciones sin derecho a voto o limitar el derecho a voto a determinadas materias o establecer el máximo de derecho a voto a una cantidad o tanto por ciento de las respectivas acciones. 2.

Tratándose de elecciones en las juntas, se permite al accionista acumular sus votos en una sola persona o distribuirlos en la forma que estime conveniente. Sin embargo que un accionista vote por parte de sus acciones por una moción y vote por otra parte de las acciones por la contraria o se abstenga, en tal evento el voto sería nulo por no existir concordancia. 3.

### 2.2.5. Clases de juntas

#### 1. Juntas especiales

Reuniones de accionistas de una misma serie, o solo de accionistas preferentes, o exclusiva para accionistas ordinarios, habiendo preferentes. En estas juntas se toman acuerdos sobre asuntos de interés de los asistentes, son meros pactos de accionistas (contratos), no afectando a las minorías.

#### 2. Juntas ordinarias

Se resuelven asuntos de ordinaria o necesaria ocurrencia en la vida de la sociedad.

65

#### 3. Juntas extraordinarias

Están destinadas a resolver aquellos asuntos de interés social que no revisten la característica de periodicidad de aquellos que conoce la junta ordinaria.

#### 4. Diferencias entre junta ordinaria y extraordinaria

- Las ordinarias deben realizarse una vez al año. Las extraordinarias solo deben convocarse cuando alguien facultado APRA ello lo acuerde o exija.
- En las juntas ordinarias puede tratarse de cualquier asunto propio de junta que la ley o los estatutos no reserven a la junta extraordinaria. Las juntas extraordinarias solo pueden abocarse a los asuntos indicados en la citación.

### 2.2.6. Materias de la junta ordinaria

<sup>65</sup> Estos asuntos pueden referirse al pronunciamiento sobre las cuentas de resultado, repartos de dividendos o capitalizaciones, elegir los administradores y fiscalizadores entre otros.

- El examen de la situación de la sociedad y de los informes de los inspectores de cuentas y auditores externos y la aprobación o rechazo de la memoria, del balance, de los estados y demostraciones financieras presentadas por los administradores o liquidadores de la sociedad. 1.
- Distribución de utilidades y reparto de dividendos. 2.
- La elección o revocación de los miembros titulares y suplentes del directorio, de los liquidadores y de los fiscalizadores de la administración. 3.
- Cualquier materia de interés social que no sea propia de una junta extraordinaria. 4.

#### **2.2.7. Materias de la junta extraordinaria**

Entre otros se pueden señalar:

- La disolución de la sociedad. 1.
- La transformación, fusión o división de la sociedad y la reforma de sus estatutos. 2.
- La emisión de bonos o debentures convertibles en acciones. 3.
- La enajenación del activo fijo y pasivo de la sociedad o del total de su activo. 4.

#### **2.2.8. Asistencia**

Tienen derecho a asistir a la junta los titulares de acciones inscritas con cinco días de anticipación de aquel que vaya a celebrarse la respectiva junta, aunque se trate de acciones sin derecho a voto o con voto restringido.

Pueden además asistir los directores de la compañía (titulares o suplentes), el gerente general, los auditores externos, los inspectores de cuentas, el Superintendente de Valores y Seguros o su delegado, en caso de sociedades anónimas sujetas a su fiscalización.

## **ANEXO 3. DIRECTORIO**

Debido a que en esta tesis el directorio formará parte fundamental del estudio, se hace evidente entregar una descripción general de éste.

En Chile se ha optado por un sistema rígido de administración de la sociedad anónima, consagrado mediante normas de orden público. Ellas establecen que la administración queda radicada en el directorio, considerado como un órgano de la compañía.

### **3.1. TEMÁTICA ACTUAL**

---

#### **3.1.1. De Moda**

La actual relevancia de los directorios se basa en las nuevas tareas que han debido

asumir respondiendo a las nuevas realidades de los negocios.

Una de las tareas más relevantes dice relación a “la forma como se ha acortado el ciclo empresarial natural de una compañía. Sus directores saben que sus empresas en períodos cada vez más frecuentes se venden, se fusionan, o se cierran. En Chile desde el año 1980 200 S.A.A de un total de 250 han cambiado su propiedad”.<sup>66</sup>

Así los directores asumen que las empresas vitalicias son una minoría, la gran mayoría está presionada por las fusiones, ventas y cierres, esta dinámica se produce por las herramientas propias de la globalización, para poder competir con una mayor participación de mercado y reducción de costos.

### 3.1.2. Prudencia

Aceptando que el medio externo, el entorno competitivo de la empresa está fuertemente presionando a los cambios de propiedad, el directorio como representante exclusivo de la estructura de propiedad de una empresa, estará permanentemente forzado a crear un mayor valor en períodos cada vez más cortos.

Para responder con prudencia a esta realidad el directorio debe mejorar su desarrollo interno. Si bien los directores deben representar el interés de todos los accionistas, en la práctica, no son tan homogéneos, y esto es una gran amenaza cuando la globalización se acelera. Para tener una mayor homogeneidad los directores deben mejorar sus prácticas de convivencia, de manera de acrecentar la intimidad del directorio. Esto permitirá nuevos estímulos para pactos de accionistas, estatutos sociales, comités de directores, y excelencia en las designaciones de los ejecutivos principales. El logro de éstos brindará la oportunidad de contar con un directorio cohesionado, de grata convivencia entre sí y con la administración.

## 3.2. NORMAS QUE RIGEN AL DIRECTORIO<sup>67</sup>

Entendido el escenario actual en que se mueve el directorio así como lo temas en boga que lo rodean, se hace necesario un análisis más refinado y “real” del directorio. Por ello, a continuación, se indican las normas que rigen al directorio.

### 3.2.1. Administración de la sociedad por el directorio

La ley encomienda al directorio de cada sociedad anónima su administración; en cuanto a los gerentes, ellos tienen las atribuciones y deberes que les fije el directorio, quien puede sustituirlos a su arbitrio.

La administración de la S.A por su directorio la impone la ley como norma de orden público, sin perjuicio de que el directorio ejerza esta administración directamente y/o mediante ejecutivos, de acuerdo al organigrama de administración que el propio directorio apruebe o determine.

<sup>66</sup> La prudencia de un directorio, Jorge Awad. 2001.

<sup>67</sup> Basado en el capítulo “El Directorio”, Título VI Administración y Representación del Libro Sociedades. Puelma Accorsi, A. 2001.

### **3.2.2 Representación de la S.A por su directorio**

El Directorio de una S.A la representa judicial y extrajudicialmente y para el cumplimiento del objeto social, lo que no será necesario acreditar a terceros, 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.

Limitaciones a esta amplia representación:

1. Con relación a actos no comprendidos en el giro social.

La facultad de representación admite limitaciones respecto de aquellos actos o contratos en que el tercero no puede ignorar razonablemente que exceden del giro social, por ejemplo, donaciones, juegos o apuestas u otros casos de evidente desconexión con las operaciones propias de la sociedad.

2. Actos que la ley o los estatutos establezcan como privativos de la junta de accionistas. Estos se refieren a asuntos internos, como por ejemplo, aumento de capital, aprobación de balances, etc. De todas formas en una junta debe intervenir el directorio o un delegado de éste, con facultades suficientes.

### **3.2.3 Delegación de facultades del directorio y poderes**

Podrá delegar sus facultades en gerentes, subgerentes, abogados y para objetos especialmente determinados, en otras personas. Esto se debe, a la imposibilidad de que el directorio pueda intervenir en todo, por ello se otorga poderes amplísimos a gerentes y/o directores que posibiliten a éstos para poder actuar eficazmente en el mundo de los negocios. Podrá, el directorio, además dejar sin efecto y modificar las instrucciones delegadas. Debe quedar claro que todo esto se refiere a facultades de representación de la compañía y no a la administración interna de ella.

### **3.2.4. Naturaleza jurídica de los vínculos de la sociedad con el directorio**

El directorio es un órgano administrativo y representativo de la sociedad, no un mandatario. Debe actuar promoviendo el interés social, considerado como diverso de aquellos de los accionistas. No deben los directores acatar ciegamente instrucciones u órdenes de los accionistas en materia de administración y manejo de los negocios sociales, pues aun actuando con el respaldo de las juntas de accionistas, pueden incurrir en responsabilidad en caso de actuaciones ilegales, negligentes o contrarias al interés social.

### **3.2.5. Los estatutos y el directorio**

Los estatutos no pueden privar al directorio de su carácter de órgano administrativo y representativo de la sociedad. Si los estatutos nada dicen, la sociedad se entiende administrada por un directorio de tres miembros, si es cerrada, o de 5 miembros, si es abierta, en ambos casos, en general, elegidos por la junta de accionistas.

### **3.2.6. Mínimo de directores y duración de sus cargos**

Existe un mínimo de 3 directores en las sociedades cerradas y un máximo de 5 en las sociedades abiertas. No se establece un máximo. La duración de este cargo debe establecerse en los estatutos, no pudiendo exceder de tres años. Si los estatutos nada dicen debe renovarse anualmente el directorio.

### 3.2.7. Clases de directores

Además de los Directores Titulares se encuentran los Directores Suplentes. Los estatutos podrán establecer la existencia de directores suplentes, cuyo número deberá ser igual al de los titulares. Éstos reemplazarán por vacancia o ausencia a un titular. Estos directores siempre tendrán derecho a voz en las reuniones, y sólo derecho a voto cuando falte el titular.

**Directorio Provisorio:** Es el que nombran los accionistas fundadores en la escritura de constitución pública de la sociedad, y duran hasta la primera junta ordinaria de la sociedad.

**Directores Reemplazantes:** Designados por el propio directorio. Actúan en caso de vacancia.

### 3.2.8. El presidente, el vicepresidente y el secretario del directorio

**El Presidente:** Director de la S.A. Ejerce funciones que la ley, los estatutos, el directorio, la junta, el Reglamento y la costumbre mercantil le encomiendan. Su elección la define el directorio en la primera sesión eligiendo de su seno un presidente.

#### Funciones y atribuciones

- Dirimir empates en votaciones de reunión.
- Citación a reuniones, presidir Juntas de Accionistas, firmar el acta de ellas y firmar los títulos de las acciones.
- Reducir a escritura pública partes de sesiones del directorio
- El directorio puede delegar funciones en el presidente u otorgarle poderes.
- La junta de accionistas puede encomendar al presidente llevar a efecto los acuerdos tomados por ella, en lo que legalmente corresponda.
- La costumbre mercantil le encomienda confeccionar tabla de materias a tratar en una reunión de directorio, presidir sesiones, someter a votación y cerrar debates.

**El Vicepresidente:** Puede existir uno, dos o más vicepresidentes. No tiene una trascendencia jurídica, ya que actúa como mero reemplazo del presidente.

**El Secretario:** Lleva el libro de actas, coopera en la redacción de las sesiones. Normalmente se designa a un abogado.

### 3.2.9. Funcionamiento del directorio

1. Funcionamiento en sala legalmente constituida: La única forma en que los acuerdos del directorio tengan valor.

2. Reuniones ordinarias y extraordinarias

3. Ordinaria: Posee fecha y hora predeterminada.

4. Extraordinaria: Determinada por el presidente por iniciativa propia o por petición de otro director.

5. Citación a las reuniones: Carta certificada con materia a discutir, debe ser mandada 3 días antes. Si el aviso es en formas personal debe ser 24 horas antes de la

reunión.

6. Lugar, día y hora para la celebración de sesiones: No existe norma expresa legal, salvo que aparezca en los estatutos. Normalmente el lugar es el domicilio social. No existe limitación por feriados, salvo estatuto o acuerdo entre el directorio.

7. Asistentes a sesiones de directorio: Directores titulares y suplentes, el gerente general y otras personas por acuerdo del directorio.

8. Actas y momento para llevar a efecto los acuerdos: Las deliberaciones y acuerdos se llevarán en un libro de actas por cualquier medio, siempre que éstos ofrezcan seguridad de adulteraciones. Debe ser firmada por los directores. Los acuerdos una vez firmados deben ser llevados a efecto.

#### **3.2.10. Quórum para sesionar y tomar acuerdos**

En las reuniones se necesita la mayoría absoluta de directores titulares y para tomar acuerdos se necesita la mayoría absoluta de los asistentes con derecho a voto. Los estatutos pueden establecer quórum superiores a los señalados. En los empates dirime el presidente o se puede elegir por el directorio un tercero que dirima.

#### **3.2.11. Elección de directores**

Los accionistas pueden distribuir sus acciones en votos para diversas personas.

Ante la existencia de una vacante, se elige un reemplazante elegido por el propio directorio, el cual durará hasta la próxima junta como una forma de representar los intereses de los accionistas minoritarios.

#### **3.2.12. Revocación de directores**

La revocabilidad de los directores debe ser total. Esta norma tiene por finalidad asegurar que el directorio sea de la confianza de la mayoría de los accionistas, de una parte, y de otra que las minorías mantengan su representación en el directorio. La mayoría no puede revocar el nombramiento de determinados directores, pues la minoría, al efectuarse la revocación total exigida por la ley, puede designar los directores que les corresponda.

#### **3.2.13. Criterio de fondo de cómo deben ejercerse las atribuciones, deberes y obligaciones del directorio. El interés social .**

Los directores tienen los mismos deberes para con la sociedad y los demás accionistas, no pudiendo faltar a éstos y a aquélla con el pretexto de defender los intereses de quienes los eligieron.

Los directores tienen prohibido practicar actos ilegales o contrarios a estatutos o al interés social<sup>68</sup> o usar su cargo para ventajas indebidas para terceros.

#### **3.2.14. Doctrina contractualista**

Esta doctrina concibe el interés social como aquel común a todos los socios que se relaciona con el objeto y fin de la sociedad de dedicarse a determinadas actividades lucrativas. En el interés social debe existir un equilibrio entre el supuesto interés de la

---

<sup>68</sup> El interés social se refiere al interés no particular de los accionistas.

sociedad, de crecer ilimitadamente y no repartir dividendos, y el interés de corto plazo de los accionistas de no capitalizar y repartir la mayor cantidad posible.

La administración por parte del directorio debe ajustarse no sólo a los términos prescritos por la ley, sino que deben además ajustarse a la moral y éticas mercantiles. Las actividades sociales importan tomar decisiones sobre negocios, en que generalmente no hay involucrados problemas de ética o de legalidad. En tales casos o eventos el directorio y cada uno de los directores no pueden tomar una decisión que prefiera al interés común de todos los accionistas o interés social, otro interés, sea o no de determinados accionistas, aunque constituya la mayoría.

### 3.2.15. Deberes de información del directorio

El directorio debe mantener a los accionistas informados sobre la marcha y resultados de la sociedad. Si se pretende obtener recursos del público, debe adquirir obligaciones de información respecto del público y bolsas. Respecto de los organismos que les corresponde fiscalizar o calificar a la respectiva sociedad, éste debe darles la información que precisan para el debido cumplimiento de sus funciones. También se debe mantener informados a terceros contratantes y acreedores, pudiendo estos últimos evaluar la situación patrimonial de la empresa. También se relaciona con este tema el secreto comercial (formas como operan los negocios, sus costos) y la conveniente confidencialidad de ciertas operaciones (negocios en vías de ejecución). La información siempre debe ser fidedigna y concordante con la verdad.

## 3.3. MEJORES PRÁCTICAS PARA EL DIRECTORIO

Con las normas que rigen al directorio no se logra un funcionamiento 100% confiable ni eficiente de éste. Para ello se necesitan normas que deben nacer del propio directorio, como por ejemplo <sup>69</sup> :

- Ética, reputación y moral incuestionable.
- Responsabilidad, juicio, criterio, capacidad de análisis.
- Compromiso de asistir al menos al 75% de las reuniones y entender fondo el funcionamiento de la empresa.
- Compromiso de pertenecer por un cierto tiempo al Directorio (ya que puede tomarle varios meses entender el negocio).
- Ausencia de conflictos de interés.
- Pertenecer a un número limitado de otros Directorios que le permitan ejercer su labor en forma responsable.
- Experiencia previa liderando una empresa.
- Visión global y voluntad de contribuir al grupo.

<sup>69</sup> Basado en la visión entregada por el Seminario: El Gobierno Corporativo, Oportunidades y Amenazas para la Empresa Chilena. Santiago, Chile. 2002.

## ANEXO 4. DIRECTORES

### 4.1. NORMAS QUE RIGEN A LOS DIRECTORES <sup>70</sup>

---

#### 4.1.1. Naturaleza jurídica de los vínculos entre la sociedad y sus directores

La calidad de director se adquiere por aceptación expresa o tácita del cargo, no existen formalidades.

En cuanto a capacidad sólo se permite directores con una edad mínima de 18 años.

En relación con la graduación de culpa se prohíbe la renuncia previa tendiente a eximir de responsabilidad a los directores.

En cuanto a prescripción, la situación es diversa. En caso de responsabilidad extracontractual el plazo de prescripción es de 4 años y en el de responsabilidad contractual es de 5 años.

#### 4.1.2. Remuneración de los directores

Los estatutos deben señalar si los directores serán o no remunerados, y la cuantía debe ser fijada anualmente por la junta de accionistas que conozcan del ejercicio anterior. Otras remuneraciones percibidas se deben indicar en la memoria.

#### 4.1.3. Incapacidades, inhabilidades y calidades para desempeñar el cargo de director

En cuanto a las calidades sólo cabría exigir calidades determinadas de los directores, si así lo prescriben los estatutos, que se piensa pueden establecerlas, ya que ningún precepto legal limita la libertad contractual en esta materia. Un director cesa en su cargo si adquiere calidad que lo inhabilite (si no puede personalmente ejercer, ya sea física o legalmente) o incapacite legalmente.

En cuanto a las inhabilidades, es inhábil para ejercer el cargo de director quien tiene incompatibilidad de intereses respecto del interés social que debe velar, por detentar otro cargo o calidad incompatible y contraria a él, por ejemplo, ser director de una empresa de la competencia.

#### 4.1.4. Inhabilidades o incapacidades para ser director. Normas especiales aplicables a toda sociedad anónima

Incompatibilidad entre el cargo de senador o diputado y director de una S.A.A.

Si la junta rechaza por segunda vez el balance, el directorio entra en caducidad y se inhabilita a los directores para una reelección en el período siguiente.

<sup>70</sup>

Basado en el capítulo “El Directorio”, Título VI Administración y Representación del Libro Sociedades. Puelma Accorsi,

A. 2001.

---

Reos o condenados por delito con pena aflictiva (por quiebra o fraude por ejemplo), sufren de inhabilidad hasta la absolución.

#### **4.1.5. Derecho a información de los directores**

Para el ejercicio de su cargo deben estar plenamente informados de los antecedentes sociales y los negocios de la sociedad.

En el caso del gerente, éste tiene la obligación de dar información a los directores.

El director no debe abusar de su derecho, afectando la gestión social, pues el derecho de información ejercido como corresponde no debiera naturalmente tener tal efecto nocivo.

#### **4.1.6. Obligaciones legales de un director**

No delegar sus funciones

Deber jurídico de actuar en resguardo y persiguiendo el interés social

Deben respetar la ley interna de la sociedad

Tienen prohibido efectuar o propiciar actuaciones ilegales

No deben aprovecharse de su cargo para beneficios personales o relaciones varias

Obligación de reserva respecto de negocios sociales y de información social (no regirá esta obligación cuando la reserva lesione el interés social o se refiera a hechos u omisiones constitutivas de infracción de los estatutos sociales)

#### **4.1.7. Responsabilidad y Deberes de los directores**

La responsabilidad es personal de cada director, si dos o más incurren en la misma responsabilidad, ésta tendrá el carácter de solidaria, pudiendo el acreedor cobrar daño a cualquiera.

Obligación de indemnizar de todo perjuicio a quien sufrió el daño.

El perjuicio es transable o renunciable (dependiendo de la voluntad del agredido).

Deber de Cuidado y Diligencia: El Director debe emplear en el ejercicio de sus funciones, el cuidado y diligencia que las personas emplean ordinariamente en sus propios negocios. Tiene derecho a ser informado plena y documentadamente de todo lo relacionado con la marcha de la empresa y debe pronunciarse respecto de la aprobación de actos y operaciones relevantes.

Deber de lealtad: Promover el interés social, no adoptando decisiones o políticas según el interés personal. No se debe usar el cargo para obtener beneficios indebidos para sí o terceros relacionados. El Director deberá aprovechar las oportunidades comerciales que se presenten en el beneficio social.

Deber de informar: El Directorio debe proporcionar a los accionistas y al público, información veraz suficiente y oportuna respecto del negocio, así como de operaciones específicas.

#### **4.1.8. Presunciones de responsabilidad**

Si la sociedad no llevare libros de contabilidad o registros.

Si se reparten dividendos provisorios habiendo pérdidas acumuladas.

Si la sociedad ocultare sus bienes, reconociere deudas supuestas o simulare enajenaciones.

## **ANEXO 5. COMITÉ DE DIRECTORES**

Los comités de directores son viables en Chile pero dependen del número de directores en las sociedades. La ley de OPAs exige un comité, pero sólo para las que posean un mínimo de 7 directores. Las sociedades que no se acogen a esta ley requieren un mínimo de 5, y esto provoca un problema en el desempeño de estos directores en sus funciones individuales.

De acuerdo a la ley de OPAs, el objetivo primordial del Comité es establecer un mecanismo para dirimir los conflictos entre los accionistas minoritarios y los controladores. Como la mayoría son minoritarios en su composición, se trata de protegerlos en consideración a que no tienen control de la empresa y podrían verse afectados por las decisiones del Contralor (accionista mayorista).

### **5.1. NORMAS QUE RIGEN AL COMITÉ DE DIRECTORES**

---

#### **5.1.1. Facultades y Deberes**

- Examinar y pronunciarse respecto de los informes de los Inspectores de Cuentas y Auditores Externos, y demás Estados Financieros de administradores o liquidadores, en forma previa a los accionistas para su aprobación. 1.
- Proponer al Directorio los Auditores Externos y Clasificadores de Riesgo. 2.
- Examinar las operaciones sobre partes relacionadas y sobre sociedades coligadas. 3.
- Examinar los sistemas de remuneraciones y planes de compensación a los gerentes y Ejecutivos principales. 4.
- Las materias que señalen el estatuto social o que le encomiende una Junta General al Directorio, en su caso. 5.

#### **5.1.2. Independencia del Comité de Directores <sup>71</sup>**

- Se componen de tres miembros, dos de los cuales deberán ser independientes del contralor. 1.
- Son remunerados y su compensación es fijada por la Junta de Accionistas. 2.

<sup>71</sup> Basado en la visión entregada por el Seminario: El Gobierno Corporativo, Oportunidades y Amenazas para la Empresa Chilena. Santiago, Chile. 2002.

- La Junta de Accionistas determinará un presupuesto de gastos del Comité y sus asesores profesionales para el desarrollo de sus labores. Estos gastos deben ser revelados en la Memoria Anual. 3.
- Los Directores del Comité, además de sus responsabilidades inherentes, responderán solidariamente por los perjuicios que causen a los accionistas y a la sociedad. 4.

## ANEXO 6. GERENTES

Las virtudes de una administración profesional aportan a los mejores resultados de una empresa. Sus atributos de liderazgo y conocimiento son vitales para acrecentar su valor patrimonial. Pero para que ello sea eficaz, es fundamental la presencia de una propiedad vital, vigente y demandante, capaz de ejercer a plenitud sus capacidades, para así resguardar los riesgos implícitos en todo negocio.

Se ha promulgado recientemente la ley de OPAS, que incluye por primera vez en la legislación chilena, los conceptos de gobierno corporativo y ejecutivo principal<sup>72</sup> entre otros. Por ello el gerente será también definido como ejecutivo principal (sería el gerente general en este caso).

Es importante referirse al ejecutivo principal por la relevancia que este adquiere en una economía en constantes cambios y por su función y responsabilidad de llevar a campo de acción las decisiones tomadas por el directorio, las cuáles deberán generar frutos en distintos sentidos.

Los gerentes deben ser “personas muy activas, informadas y emprendedoras; es por esto quizás que su permanencia en una empresa en promedio no superará los 5 años, y son muchas las empresas que han impuesto como límite de edad los 60 años para el retiro de sus máximos ejecutivos.”<sup>73</sup>

### 6.1. TEMÁTICA ACTUAL

#### 6.1.2. Contrato ejecutivo principal<sup>74</sup>

Para el ejecutivo sus objetivos se han modificado. Impulsado por la globalización, los mayores conocimientos y la reducción del ciclo profesional, estos factores han hecho que la permanencia en una empresa no constituya un sinónimo de valor. Siendo, en EE.UU., la permanencia promedio no superior a 5 años para un ejecutivo en una empresa.

<sup>72</sup> Relativo al Chief Executive Office (CEO) en EE.UU.

<sup>73</sup> Herramientas de la sismología empresarial, Jorge Awad (2001).

<sup>74</sup> Basado en artículo: Herramientas de la sismología empresarial, Jorge Awad (2001).

Esta condición de volatilidad, unida a la promulgación de la ley de OPAS, que permite a las empresas tener acciones de su propia emisión, introduce como alternativa de remuneración a las stock options, lo que indudablemente genera efectos en los contratos futuros del ejecutivo principal.

Nadie es irremplazable, pero las funciones de representación, liderazgo y la fuerza de su “marca interna”, que es la diferenciación que logra con respecto a otros ejecutivos de la empresa, obliga a ser cada vez más cuidadosos con los aspectos relevantes de su contrato.

Es así como la proyección del ejecutivo principal, por medio de un contrato cada vez más explícito será un requisito, para poder construir en cada empresa una estrategia de negocios que cree valor, y que genere un espíritu de éxito en su gobierno corporativo.

### **6.1.3. Ejecutivos “todo terreno”<sup>75</sup>**

Un problema actual (más visto en EE.UU que en Chile) son los ejecutivos “todo terreno”. Una empresa sin dueños y el inadecuado ejercicio de los roles de éstos genera “ejecutivos todo terreno”, que al no tener el necesario contrapunto de distintas visiones, actúan sin restricciones construyendo sus propios núcleos de poder y fortuna.

Esta es una de las razones de la crisis de credibilidad que invade al mundo corporativo, donde las compañías transan sus acciones alternando sus resultados. Como consecuencia de ello, mientras sus accionistas perdían todo lo invertido, sus máximos ejecutivos cobraban premios en opciones de acciones, obteniendo grandes ganancias con la venta anticipada de ellas.

Por ello, la propiedad debe cuantificar los límites de su radio de control, tener la capacidad efectiva para supervisar la administración superior y establecer los riesgos naturales que se asumen. Estas funciones sólo las pueden concretar con su participación en el directorio de la empresa, ya sea directamente o por intermedio de directores profesionales que no participen en la administración.

### **6.1.4. Prácticas valóricas<sup>76</sup>**

Las prácticas valóricas están relacionadas con el liderazgo ejecutivo, el cuál se ejerce sobre la base de las siguientes habilidades: conocer, respetar, concretar, inspirar, transpirar y transmitir adecuadamente las decisiones que se adoptan. Estas condiciones son necesarias para construir buenas prácticas en los ejecutivos.

Otro punto importante es el paradigma de la información. Los empresarios y administradores están obligados a resaltar el rol de los sistemas contables, las virtudes del control interno como mecanismo restaurador del equilibrio y la apreciación de la oportunidad para la entrega de la información.

Gobernar el exitismo es otra práctica valórica empresarial. Las empresas para ser rentables, sustentables y crecer deben dar resultados positivos pero no a cualquier precio. Los límites deben existir.

<sup>75</sup> <sup>26</sup> Basado en artículo: Soluciones al enronismo: más empresarios y mejores gobiernos corporativos. Jorge Awad. 2001.

<sup>76</sup> Basado en artículo: Soluciones al enronismo: más empresarios y mejores gobiernos corporativos. Jorge Awad. 2001.

En este sentido para definir las expectativas y cómo lograrlas se debe construir vías de sanas prácticas. Su inexistencia es la que da paso a los incrementos falsos de ingresos, crear filiales de papel, transferir gastos a activos, sobre valorar inventarios, entre otros.

## 6.2. NORMAS QUE RIGEN AL GERENTE <sup>77</sup>

### 6.2.1. Concepto de gerente

El gerente de una sociedad anónima, además de ejercer su administración prudentemente, está obligado a ajustarse a las instrucciones del directorio, las que pueden ser generales o específicas, sin perjuicio de su derecho a oposición tratándose de instrucciones ilegales.

El directorio está obligado a designar al menos un gerente, entendiendo por tal a una persona a cargo de la administración inmediata de la sociedad en su giro ordinario. A este gerente se le denomina gerente general.

### 6.2.2. Vínculos jurídicos entre el gerente y la sociedad

Los vínculos están determinados por lo que se haya estipulado entre la sociedad y dicho gerente. Dicho pacto es generalmente un contrato de trabajo o de prestación de servicios.

### 6.2.3. Principales atribuciones y obligaciones legales del gerente general

Atribuciones:

- |   |    |
|---|----|
| Representación judicial de la sociedad  | 1. |
| Derecho a voz en sesiones, respondiendo civilmente con los directores de todos los acuerdos perjudiciales a la sociedad y a los accionistas cuando no constare su opinión contraria en acta | 2. |

Obligaciones:

- |   |    |
|---|----|
| En general, tiene las mismas obligaciones que tienen los directores con la sociedad y sus accionistas   | 1. |
| Administración inmediata de los negocios del giro de la sociedad, con el celo y diligencia que emplean normalmente los hombres en sus propios negocios  | 2. |
| En general, en cuanto a inhabilidades e incapacidades y prohibiciones, tiene el gerente las mismas que un director de S.A. Es incompatible el cargo de gerente con el de presidente, contador o auditor de la sociedad y en las abiertas, también con el cargo de director. | 3. |
| Debe proporcionar los antecedentes requeridos por un director   | 4. |

<sup>77</sup>

Basado en el capítulo "Directores", Título VI Administración y Representación del Libro Sociedades. Puelma Accorsi,

A. 2001.

Debe intervenir en las transferencias de acciones	5.
Debe custodiar los antecedentes sociales	6.
Obligación relativa a la contabilidad (Código de Comercio)	7.

## **ANEXO 7. Resumen de las principales medidas tratadas por la Ley Sarbanes-Oxley**

- El Gerente General y Gerente de Finanzas deberán certificar ante la SEC todos los reportes financieros. Además, son responsables por el establecimiento y la mantención del control interno.
- Las sociedades inscritas en la SEC deberán contar con un comité de auditoría, cuyos miembros deben ser independientes (no relacionados con la empresa o sus subsidiarias), y no podrán aceptar ninguna compensación por consultorías y/o asesorías de parte del emisor.
- El Comité designará a los auditores externos interactuando directamente con ellos.
- Se prohíbe que la empresa otorgue directa o indirectamente préstamos a sus ejecutivos y directores.
- Cada informe financiero deberá revelar todas las transacciones, incluyendo las contingentes y otras fuera de balance con entidades no consolidadas u otras personas.
- Nuevas penas criminales ante actos como obstrucción a la justicia, alteración o falsificación de registros y quiebra, con hasta 20 años de cárcel.
- A las empresas auditoras se les prohíben ciertos servicios que afecten su independencia.

## **ANEXO 8 Código de Buenas Prácticas**

Existe un consenso internacional acerca de la importancia de los gobiernos corporativos para las empresas, y sobre ello existe un conjunto de principios para el buen funcionamiento, denominado “Mejores Prácticas” o “Código de Buenas Prácticas”, que apuntan a que dichas organizaciones operen de forma apegada a la moral y la ley y sean lo más transparente posible.

### **8.1. Premio por buenas prácticas**

---

Las buenas prácticas de Gobierno Corporativo permiten dar confianza a los

---

inversionistas. Si existe confianza en el mercado se reduce la incertidumbre, baja la tasa de descuento requerida, es decir baja el costo de capital para las empresas, y en definitiva, se crea valor. Estadísticas recientes muestra que los inversionistas están dispuestos a pagar un premio a aquellas empresas que presentan un buen Gobierno Corporativo.

## 8.2. Buenas prácticas desde la perspectiva del Mercado

---

Desde el punto de vista del mercado, existen una serie de conductas que se consideran “Mejores Prácticas”, ya que tienden a asegurar en la medida de lo posible, una mayor transparencia en la información entregada al mercado. Entre ellas se puede mencionar:

- Una acción, un voto
- Propiedad transparente
- Propiedad desconcentrada
- Sin restricciones a posibles cambios de propiedad
- Reglas de Gobierno Corporativo escritas y conocidas por todos
- Número de Directores adecuado
- Transparencia: cantidad y oportunidad de la información
- Divulgación de la información a través de varios canales
- Criterios contables: GAAP

## 8.3. Principales elementos para mejorar el Gobierno Corporativo

---

### Factor Humano

- Se debería fomentar:
- Un ciclo virtuoso de respeto, confianza y franqueza
- Una cultura de poder disentir abiertamente
- Alternar distintos roles de los Directores
- Asegurar roles y responsabilidades individuales
- Evaluar el desempeño del directorio

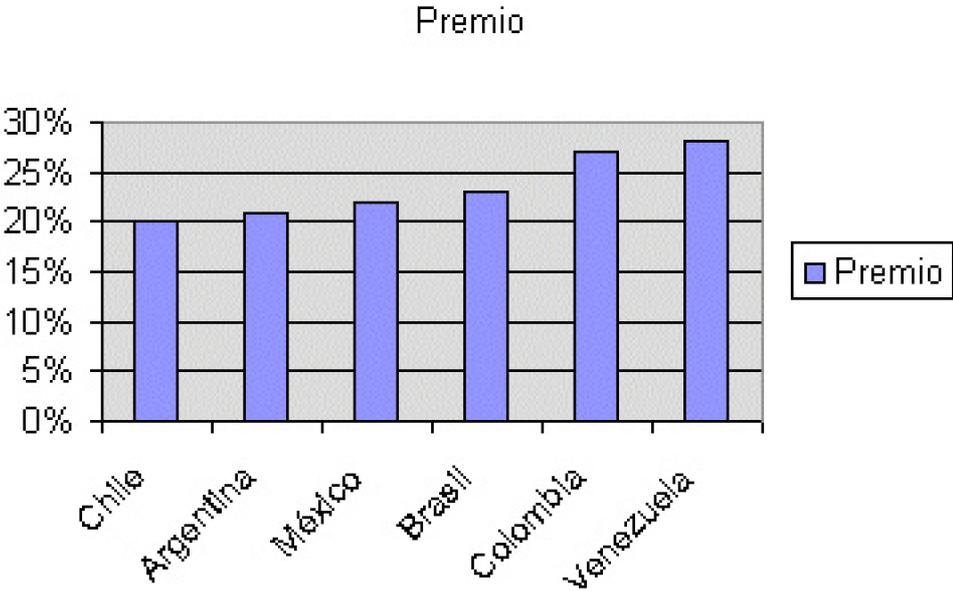
### Considerar al inversionista

- Regulación de conflictos de interés
- Más transparencia
- Mayor responsabilidad de los Directorios
- Hacer cumplir las penas por delitos

### 8.4. Contribución del Código de Buenas Prácticas a modo de conclusión

- Fortalecer la influencia de los accionistas en comparación con las decisiones de la administración.
- Fortalecer el control de los propios Directorios sobre la marcha de sus compañías
- Establecer mecanismos de control y supervisión más efectivos
- Regular posibles conflictos de intereses entre los accionistas y la administración.
- Otorgar mayor transparencia en la entrega de información a los distintos agentes del mercado

### ANEXO 9. Premio que los Inversionistas están dispuestos a pagar por empresas con Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo <sup>78</sup>



### ANEXO 10 Crecimiento Económico Producto Interno

<sup>78</sup> Fuente: McKinsey & Company Investor Opinion Survey 2000

**Bruto 1984-2000**<sup>79</sup>

**PRODUCTO INTERNO BRUTO**  
**1984-2000**  
**(Millones de pesos de 1986)**

<b>Año</b>	<b>PIB</b>	<b>Variación Anual (%)</b>
1984	3.160.569	
1985	3.238.003	2,5
1986	3.419.209	5,6
1987	3.644.681	6,6
1988	3.911.154	7,3
1989	4.324.181	10,6
1990	4.484.071	3,7
1991	4.841.447	8,0
1992	5.435.881	12,3
1993	5.812.646	7,0
1994	6.147.610	5,7
1995	6.800.952	10,6
1996	7.305.141	7,4
1997	7.845.130	7,4
1998	8.153.011	3,9
1999*	8.059.767	-1,1
2000*	8.493.402	5,4

**Crecimiento Promedio Anual (%)**

1984-1989	6,5
1989-2000	6,3

\*Cifras provisionarias

Fuente: Banco Central de Chile

79

Fuente: Banco Central de Chile

**PRODUCTO INTERNO BRUTO**

1984-2000

(Millones de pesos de 1986)

Año	PIB	Variación Anual (%)
1984	3.160.569	
1985	3.238.003	2,5
1986	3.419.209	5,6
1987	3.644.681	6,6
1988	3.911.154	7,3
1989	4.324.181	10,6
1990	4.484.071	3,7
1991	4.841.447	8,0
1992	5.435.881	12,3
1993	5.815.646	7,0
1994	6.147.610	5,7
1995	6.800.952	10,6
1996	7.305.141	7,4
1997	7.845.130	7,4
1998	8.153.011	3,9
1999*	8.059.767	-1,1
2000*	8.493.402	5,4

**Crecimiento Promedio Anual (%)**

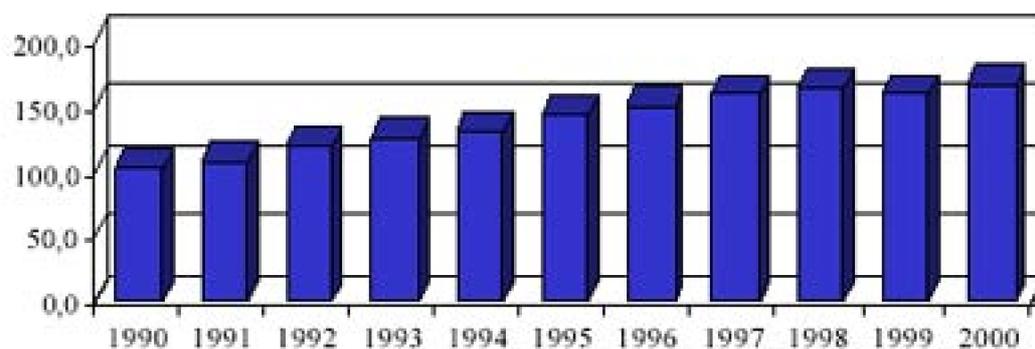
1984-1989	6,5
1989-2000	6,3

\*Cifras provisionarias

Fuente: Banco Central de Chile

## ANEXO 11 Crecimiento Económico Producto Interno Bruto Per Capita 1990-2000 <sup>80</sup>

**EVOLUCION DEL PIB PER CAPITA**  
**1990-2000**  
(Indice base: 1989 = 100)



## **ANEXO 12 Regresiones Tipo I**

[Ver Anexo 12, formato PDF \(230 KB\)](#)

## **ANEXO 13. Sociedades Anónimas utilizadas en regresiones**

[Ver Anexo 13, formato PDF \(220 KB\)](#)