



**MERCADO DE CAPITALES EN CHILE, UNA DÉCADA DE REFORMAS.
¿PURA POESÍA?**

AUTORES

**Joaquín Fernández Ch.
Claudio Las Heras O.**

PROFESOR GUÍA

Nicolás Eyzaguirre Guzmán

**Santiago Chile,
Marzo 2009**

AGRADECIMIENTOS

Agradecemos el tiempo que nos fue otorgado por destacados profesionales los cuales nos ayudaron a encaminar nuestro trabajo.

Sres. Cristóbal Aninat, Axel Christensen, David Coble, Felipe Jiménez, Matías Larraín, Alejandro Micco, Max Spiess, y Nicolás Eyzaguirre nuestro profesor guía.

CONTENIDOS

RESUMEN	4
INTRODUCCIÓN	5
1. CAPÍTULO 1: GOBIERNOS CORPORATIVOS	7
1.1 Gobiernos corporativos en Chile	9
1.2 Reformas al mercado de capitales	10
1.2.1 La ley de OPAS	10
1.2.2 La ley de mercado de capitales II	18
1.2.3 Gobiernos corporativos como un nuevo proyecto independiente	20
1.3 Gobiernos corporativos en CODELCO	23
1.4 La resolución del proyecto de gobiernos corporativos de empresas públicas y privadas	26
1.5 El nuevo MK2 y su resolución en el congreso	27
2. CAPÍTULO II: COMITÉS DE AUDITORÍA EN LAS S.A.	30
2.1 Comités de auditoría en Chile y en el extranjero	32
2.2 Comités de auditoría y los partidos políticos	34
2.3 MK2 y el mayor poder de los comités de auditoría	36
2.3.1 Tramitación de MK2 (Comités de auditorías)	37
2.3.2 Las causas de la eliminación de comités de auditoría	40
2.4 MK3, el nuevo proyecto del ejecutivo	41
3. CAPÍTULO III: INFORMACIÓN PRIVILEGIADA	44
3.1 El “Caso Chispas”	44
3.2 Regulación Objetiva v/s Subjetiva	47
3.2.1 Regulación EE.UU. v/s Europa	47
3.2.2 Regulación en Chile	48
3.3 Información privilegiada en MK2	51
3.3.1 Informe de la comisión de hacienda	52
3.3.2 Temas debatibles, los argumentos	55
3.4 Información privilegiada y operaciones con parte relacionadas	56
4. CAPÍTULO IV: PROCESO DE FORMACIÓN DE POLÍTICAS PÚBLICAS	58
4.1 Actores formales del PFP	58
4.2 Actores civiles del PFP	59
4.3 Claves para que una política pública tenga efecto	61
4.4 Incentivos para la aprobación de leyes	62
5. CAPÍTULO V: CONCLUSIONES	64
6. BIBLIOGRAFÍA	67
7. ANEXO	69

RESUMEN

El siguiente trabajo tiene como objetivo identificar los posibles conflictos de interés que se generan al querer reformar el mercado de capitales chileno, específicamente en relación a temas de gobiernos corporativos en empresas públicas y privadas. Para ello realizamos una lectura profunda de las leyes de la última década que tuvieron que ver con estos temas. Analizamos su aparición, su tramitación y su posterior promulgación, tras lo cual intentamos identificar dichos conflictos y su resolución teniendo como referencia el análisis de si la ley promulgada es similar o no al proyecto de ley original. A lo largo de este trabajo el lector podrá darse cuenta que las leyes requieren de un extenso período de tiempo para su análisis, tramitación y su posterior aprobación. En este período de tiempo aparecen todos aquellos grupos organizados que se ven beneficiados y perjudicados por las reformas. Este proceso de negociación tendrá un “vencedor”, el cual se puede deducir viendo qué reformas del proyecto original se mantienen y cuáles no.

Los sectores afectados por las reformas son representados por diferentes instituciones en las discusiones de las leyes las cuales son claramente identificadas para que el lector a medida que avance en su lectura, vaya formando sus propias opiniones y conclusiones acerca de este tema.

La evidencia presentada aquí avala la postura de que no existe un sector político que tenga la razón ni la verdad absoluta sobre el tema, pero sí queda en claro que cada sector defenderá sus intereses y si éstos están siendo afectados recurrirán a estrategias, muchas veces opacas para el público en general, para moldear las leyes y acomodarlas para un mayor beneficio local.

INTRODUCCIÓN

Nuestro trabajo trata sobre algunos aspectos del mercado de capitales chileno. El interés en el tema nace porque nos interesa la política económica, y en este trabajo queda en evidencia que el debate político frente a una reforma en el mercado de capitales es muy fuerte y muy interesante. Otro motivo es que muchas veces estos debates políticos quedan ocultos para la gente, quedan en el *back stage* del debate político y el público no sabe detalladamente qué pasa con los proyectos prometidos; la razón de fondo es que la gente no entiende que un mercado de capitales bien legislado trae beneficios, por ende debates como éste no son abordados por la opinión pública y quedan muchas veces estancados. Por ese lado, nuestro trabajo también cumple con esa función, la de informar.

Para realizar este trabajo utilizamos como fuente de conocimientos una variada bibliografía del tema y entrevistamos a destacados abogados y economistas que vivieron personalmente estos debates políticos, incluso personas que redactaron los artículos de las leyes que se debatieron. El presente trabajo se refiere a las reformas que se han tratado de impulsar en la última década en nuestro país en temas de gobiernos corporativos, detallando en profundidad algunos temas puntuales. La finalidad de este trabajo es dar una visión crítica de por qué no se ha podido llegar aún a los consensos necesarios para llevar a cabo una reforma cabal al mercado de capitales chileno que le permita ser más profundo, confiable y competitivo.

Un mercado de capitales requiere tener un marco regulatorio claro y eficiente para que existan señales de confianza a los inversionistas nacionales o extranjeros y sirva como base del crecimiento económico. En Chile existe un mercado de capitales bien desarrollado comparado con países de Latinoamérica; la estabilidad macroeconómica y la confianza en las instituciones, entre otras cosas, han permitido que Chile sea bien visto por los mercados internacionales lo que le ha permitido un nivel de inversión extranjera considerable.

No obstante, en este trabajo evidenciamos que Chile presenta un serio caso de trabas legales¹ y minorías con gran poder de veto que no permiten muchas veces sacar adelante proyectos para el bien común, ya que éstos chocan con los intereses de estas minorías con poder político, que hacen que dichas iniciativas sean vetadas o sean reformuladas nuevamente según sus intereses perdiendo así el motivo por el que alguna vez fueron redactadas.

En el capítulo 1 se analizará la situación de los gobiernos corporativos de las empresas privadas y públicas en Chile, posteriormente en el capítulo 2 se realiza un análisis más en detalle sobre comités de auditorías de empresas privadas y públicas. Luego en el capítulo 3 abordaremos el tópico de información privilegiada. En el capítulo 4 se analizan las posibles soluciones a estas trabas políticas, donde se analizan los incentivos de los diferentes protagonistas del debate y cómo hacer que minorías hagan consenso con mayorías para sacar proyectos de interés nacional. Luego en el quinto y último capítulo se extraen las conclusiones.

¹ Ver anexo el Cuadro N°1 donde se muestra el porcentaje de aprobación de los proyectos de ley mandados por el ejecutivo en los países latinoamericanos.

1. CAPITULO I

GOBIERNOS CORPORATIVOS.

Antes de adentrarnos en el tema es necesario que el lector se interiorice respecto de qué se entiende por gobiernos corporativos. Los gobiernos corporativos se definen como una forma de organizar, dirigir y controlar una empresa. A través de ellos la empresa toma las decisiones, define objetivos y normas dentro de ésta; por ende un buen gobierno corporativo le da mayor valor a la empresa. De ahí proviene el interés de los economistas y financistas en promover buenas prácticas de los gobiernos corporativos; la idea es que el mercado sea manejado por empresas eficientes y de esta manera dar mejor uso a los recursos evitando o aminorando lo que se conoce como el problema de agencia.

El problema de agencia surge cuando existe un agente y un principal. En el caso de las sociedades anónimas el principal es el dueño de la propiedad, el que aporta el capital, y los agentes son los administradores de ésta. Cuando los intereses de los principales no están alineados con los incentivos de los agentes el valor de la empresa no se maximiza. Los agentes tienen incentivos perversos a usar los recursos para su propio beneficio lo que produce que la empresa malgaste los mismos en operaciones no rentables, lo que evidentemente no corresponde a lo deseado por el principal.

Es necesario entonces tener leyes de gobiernos corporativos claras, aplicables al contexto de cada nación e instituciones capaces de hacer el *accountability*² de estos marcos regulatorios de manera independiente y transparente. Una vez entendido esto, entramos en materia.

Por lo anteriormente dicho es de vital importancia, como punto de partida, que se definan leyes de derechos de propiedad: éste es el primer rol de los gobiernos y los políticos en esta materia, esto es, asegurar a los dueños el derecho sobre sus bienes; de otro modo nadie tendría incentivos a crear empresas si no tienen derechos sobre éstas. Una vez conformadas, todas tienen en común la relación entre propiedad y control. Las pequeñas empresas tienen la “ventaja” muchas veces

² Término inglés usado para referirse a la rendición de cuentas.

que los dueños son los mismos que controlan y dirigen las empresas, por el cual no se produce una confusión entre propiedad y control. Por esa razón no las analizaremos en este trabajo.

Sin embargo, las grandes empresas, las que transan en la bolsa de valores y acumulan la mayor riqueza de los países sí presentan grandes problemas de agencia y conflictos entre la propiedad y el control: estos problemas si no son asimilados ni bien entendidos por las autoridades y en especial los políticos, la formación de empresas puede estar siendo un avance económico de corto plazo, pero a la vez una traba para el futuro de las economías en el largo plazo.

El principal problema se da en las grandes empresas que transan sus valores en bolsa. Éstas emiten acciones y por ende suelen tener muchos dueños según esté dividida la propiedad. La emisión de acciones pretende buscar financiamiento a través de la incorporación de nuevos accionistas a la estructura de propiedad, los cuales como dueños adquieren derechos y deberes dentro de la firma.

Los nuevos accionistas tienen derecho a conocer el desempeño de la empresa, es decir manejar un nivel de información que les permita tomar decisiones en su beneficio. Cuando la propiedad está altamente concentrada (o muy diluida) existe una gran probabilidad que el accionista mayoritario (gerencia) maneje un nivel de información y control mayor que los demás accionistas, lo que permite tomar mejores decisiones en desmedro del valor de la propiedad de los demás: esto se conoce como uso de información privilegiada de la cual nos referiremos extensamente más adelante.

Además, los accionistas de la empresa tienen derecho sobre parte de los ingresos futuros de ésta y también el derecho de participar en la conformación y en las decisiones de la empresa. Nuevamente, si la firma presenta una propiedad concentrada, los accionistas mayoritarios tienen mayor poder de elegir a los gerentes y/o miembros del directorio.

De esta manera se excluye a los accionistas minoritarios en tales decisiones y ya que éstos no son capaces (por altos costos de coordinación) de conformar grupos entre ellos que les permita vetar las decisiones tomadas por los mayoritarios la empresa es manejada solamente por unos pocos y conducida por los intereses de los mismos.

Dada esta falla de mercado -asimetría de información entre el controlador/gerente y los accionistas pequeños- el gobierno puede mejorar la situación antes descrita, formulando leyes y creando instituciones para regular las sociedades anónimas en prácticas que considere poco éticas. Es necesario argumentar también que una inadecuada protección al accionista minoritario produce ineficiencia económica. Siempre es conveniente dejar espacio para la autorregulación del mercado por eso se debe identificar aquellos escenarios en que éste falla, y después comenzar a enmarcarlo bajo normas legales. Lo anterior es sabido por los políticos, que durante años han tratado de proteger al accionista minoritario de prácticas poco éticas.

Los países que están a la vanguardia de estas regulaciones, los cuales presentan mercados de capitales muy desarrollados y confiables, lograron llegar a los acuerdos necesarios sobre esta materia. Entonces ¿Por qué si es sabido que una buena regulación bastaría para controlar problemas como los antes descritos, no ha funcionado en países como el nuestro? La respuesta es simple, pero a la vez compleja de describir. Es porque la misma clase política, aquellos encargados de aprobar las leyes, se encargan de demorar, transformar, denegar y eliminar algunos proyectos de ley. Es en este punto en que nuestro trabajo intenta realizar un aporte, al hacer el vínculo entre la economía y la política chilena sobre aquellos proyectos que han tratado de legislar el mercado de capitales de nuestro país sin resultados fructíferos.

1.1 Gobiernos corporativos, el caso chileno.

A pesar de ser vistos como uno de los países más avanzados en Latinoamérica, Chile sigue siendo muy atrasado en este tema respecto con los países desarrollados.

Nuestro país presenta un serio problema de concentración económica en muchos indicadores de desarrollo, quizás el más importante de todos y el menos discutido, es la representación de la clase política. Concentrémonos en su expresión más clara, el congreso nacional.

No es posible entender los avances económicos ni los problemas del país si no observamos el núcleo de donde salen las leyes. El congreso tiene la responsabilidad de decidir las más de las veces sobre la base de propuestas del ejecutivo, qué leyes se aprueban y cuáles no. Pero, ¿Por qué entonces rechazarían una ley que regula el mal uso de las empresas?, leyes que como

señalamos anteriormente, crean valor económico, fomentan la inversión del minoritario y permite mercados y empresas menos concentradas. La única respuesta es que los políticos se ven muchas veces “coptados” por los intereses de bloques económicos o grupos minoritarios con poder político que son capaces de ejercer presión en la formación de leyes que los favorezcan o de interferir en el proceso de votación, demorando las leyes o reformulándolas según sus intereses. Un foco de esta relación es que nuestro país no cuenta con reglas claras sobre el financiamiento de los partidos políticos; si son, por ejemplo, financiados por las empresas, está claro a quién van a representar esos políticos. Las empresas no regalan sus recursos así como así, sin esperar algo a cambio.

A continuación analizaremos los proyectos de ley que se han enviados al congreso con el fin de regular el mercado de capitales en el tema de gobiernos corporativos, enfatizaremos los objetivos principales a los que apuntaban los proyectos, detallaremos aquellos artículos que fueron más negociados y debatidos por los políticos transparentando de la mejor manera posible las indicaciones de los diferentes actores políticos para finalmente informar y dar a conocer la legitimidad de estas leyes en la actualidad.

1.2 Las reformas al mercado de capitales.

1.2.1 La ley de OPAS

El primer proyecto de ley que retomó regular las prácticas de gobiernos corporativos, las cuales se encontraban intactas desde la ley de sociedades anónimas de 1981 fue la ley de OPAs (oferta pública de acciones) promulgada oficialmente en el año 2000 bajo el gobierno del presidente Ricardo Lagos.

El proyecto apunta en términos generales a evitar que exista una transferencia de control a un precio privilegiado para el controlador, lo que equivale a extraer valor a los accionistas minoritarios los cuales no pueden participar de esa “mejor” oportunidad. Además se hizo necesario en respuesta al aumento explosivo de tomas de control durante los años 1996 y 1997. Se requirió establecer un marco de regulación – inexistente hasta esa fecha- a través de la incorporación de un nuevo título, sobre las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones

(OPAs) para solucionar las inequidades que produce el mercado en su funcionamiento. Además pretende agregar nuevas penalidades a prácticas que hasta ese entonces no tenían sanción penal en especial aquellas relacionadas con el uso de información privilegiada. En referencia a las sociedades anónimas pretende mejorar el régimen jurídico de administración de las sociedades anónimas abiertas (Gobierno corporativo); precisar y mejorar las disposiciones relativas a los negocios efectuados por los directores con partes relacionadas, eliminar las acciones privilegiadas con preeminencia en el control societario y fiscalizar a través de comisiones de auditorías donde se define además que la elección de estos fiscalizadores debe ser tal que sean independientes del controlador, para evitar la solución inequitativa de conflictos de interés entre el controlador y los accionistas minoritarios. El objetivo fundamental de esta ley es defender los intereses de estos últimos creando mayores “trabas” a las decisiones de los controladores que pueden sacar provecho de su posición en perjuicio de los demás accionistas. Por ejemplo la ley propone entre otras cosas elevar los quórum de acuerdos entre los accionistas para transformaciones, fusiones, creaciones de preferencias y otros casos que puedan establecer los estatutos de las empresas. La idea es regular la toma de control, no desincentivarlas. Se busca proteger al accionista minoritario durante estos procesos, evitar que sean expropiados por los grupos de control y de esta manera defender los derechos de propiedad, agregar mayor profundidad al mercado y dar una señal positiva al mismo, tanto al inversionista nacional como el extranjero. Acorde con lo señalado anteriormente la ley también propone regular la asimetría de información que existe entre los accionistas mayoritarios, minoritarios y el mercado, se propone además un trato igualitario entre los accionistas y las debidas protecciones a los tenedores de acciones. Los puntos más importantes que ataca la ley se enumeran a continuación:

a) Sobre la oferta pública de acciones.

Serán OPAS obligatorias:

- Las que permitan a una persona tomar control de una sociedad.
- Cuando la adquisición del comprador llegue a controlar dos tercios o más de las acciones emitidas con derecho a voto.

- Si una persona pretende tomar el control de una sociedad que tiene a su vez el control de otra que haga oferta pública de sus acciones, y que representa un 75% o más del valor de su activos.

Ofertas que se eximen de ser OPAS obligatorias aunque cumplan las condiciones antes descritas:

- Adquisiciones provenientes de un aumento de capital, mediante la emisión de acciones de pago de primera emisión, que por el número de ellas, permitan al adquirente obtener el control de la sociedad.
- Cuando el precio de la compraventa se pague en dinero y no sea substancialmente superior al precio de mercado. El proyecto define como precio de mercado como aquel que resulte de calcular el promedio ponderado de las transacciones bursátiles, que se hayan realizado entre noventa y treinta días antes de la fecha en que deba efectuarse la adquisición. Precio substancialmente superior al de mercado, se define como aquel que excede el precio de mercado en un porcentaje que determinará una vez al año la superintendencia, y que no podrá ser inferior al 10% ni superior al 15%.
- Las adquisiciones que se produzcan como consecuencia de una fusión.
- Las adquisiciones por causa de muerte.
- Las que provengan de enajenaciones forzadas.

b) Sobre gobiernos corporativos

- Define ejecutivos principales como cualquier persona que tenga la facultad de representar a la sociedad en materias propias de giro o de tomar decisiones de relevancia en el mismo, independientemente de cualquier denominación que se les otorgue.
- Deben informar a la Superintendencia acerca del número de acciones que posean en la sociedad.
- La superintendencia llevará registro de ambos.
- Todos los directores deben hacer una declaración jurada si participa o está relacionado de cualquier forma con la toma de control.

- La información privilegiada se puede entregar a las personas a cargo de realizar la OPA.
- Altas multas en caso de infringir la ley.
- Quórum calificado para la venta de 50% o más de los activos y adquisición de acciones de propia emisión.
- Derecho a cualquier accionista que represente al menos 5% de las acciones emitidas de la sociedad a demandar la indemnización de perjuicios.
- La designación de un comité de directores compuesto por 3 personas, al menos 2 independientes del controlador, esto es, al sustraer los votos del controlador también hubiese sido electo.
- Este comité examinará los informes de estos auditores para informar a los accionistas.
- El comité también examinará transacciones con empresas relacionadas con los controladores.
- El mismo examina sueldos de directores, ejecutivos principales y gerentes.
- En cuanto a transacciones con personas relacionadas, si no se puede determinar si la transacción se ajusta a las condiciones del mercado, el directorio con la abstención del director o directores con interés, podrán aprobar o rechazar la operación.

En resumen el proyecto pretendía proteger los intereses de los accionistas minoritarios mediante la regulación de fallas de mercado derivadas de asimetrías de información, estableciendo un trato igualitario entre los accionistas, la inclusión de autorregulación a través de comités de auditorías e incorporando una serie de normas sobre gobiernos corporativos. El proyecto era de suma importancia debido a la gran concentración de la propiedad en las empresas chilenas que tranzan en bolsas (ver anexo Tabla N°2), del aumento de las tomas de control y de la inversión extranjera que exige un marco legal sobre estos temas.

En su presentación al congreso los asesores del Ministerio de Hacienda de la época volvieron a recalcar la importancia que tienen los gobiernos corporativos en el desarrollo de la economía, debido a que los inversionistas externos toman este punto en consideración al momento de invertir. Durante el primer trámite constitucional la cámara de diputados sostuvo que quizás una extrema regulación en vez de agilizar el mercado produce el efecto contrario. También se notó inquietud sobre el excesivo rol que tomaría la Superintendencia como ente regulador por el

personal que ésta posee y porque podría verse sobrepasada con los nuevos poderes que se le otorgan. Otro tema en que se hizo una observación por parte de los legisladores fue que la extrema regulación a las empresas quizás las haga buscar inversiones en el exterior, o que estas sean controladas por ADRs desde el exterior, lo que en el largo plazo tendría un efecto negativo en el mercado de capitales.

El presidente de la bolsa de valores de aquel año Sr. Pablo Yrarrázabal³ y el señor José Antonio Martínez⁴ gerente general de la misma institución, señalaron que es importante legislar sobre OPAs, pero que este proyecto de ley no se adecuaba a las características nacionales y que se basaba en legislaciones extranjeras; ambos sostenían que la legislación de OPAs presentada iba a aumentar la concentración de propiedad de las empresas y que entorpecerá el ingreso de nuevas empresas al mercado lo que reducirá la liquidez de nuestro mercado.

Ambos sostenían que esta ley, sacada como modelo de la de Estados Unidos, no se acomoda de buena forma en Chile, debido a la gran concentración de la propiedad existente en nuestro país. En EE.UU., una característica clave del mercado es la dispersión de la propiedad en las empresas. En cuanto a las reformas de gobiernos corporativos a las sociedades anónimas tampoco fueron vistas con buenos ojos por estos personeros de la bolsa. Hacen énfasis una y otra vez en que la extrema regulación impide el buen funcionamiento de las empresas: por ejemplo señalaron que el aumento de los quórum en algunas decisiones para beneficiar a los minoritarios, tendría peores consecuencias dado que se entorpecería las decisiones de las empresas; esto debido a que pocos de los accionistas minoritarios asisten a las reuniones. Entonces se traduciría en incentivar una mayor concentración de la propiedad para así tener el control completo de la empresa.

Las opiniones de los señores representantes de la bolsa en un primer momento son comprensibles y predecibles. Dado sus cargos es entendible que den respaldo a las empresas que

³ Pablo Yrarrázaval desempeñaba 2 cargos importantes en esa época. Era presidente de la bolsa de comercio y además era director de Endesa Chile, una de las empresas que tiene el mayor volumen de transacciones de la bolsa. Desde que asumió su cargo Yrarrázaval fue objeto de muchas críticas por algunos sectores debido al posible conflicto de interés que tiene su doble militancia como fiscalizador y director de una empresa tan importante como Enersis Chile. Sin embargo a pesar de las críticas este tema jamás se discutió en forma jurídica con el pretexto que estaba permitido por la ley desempeñar ambos cargos.

⁴ José Antonio Martínez es gerente general de la bolsa de comercio desde 1998, por lo tanto tenía el mismo cargo durante la discusión de la ley de OPAs.

cotizan en bolsa, y dada que la estructura de propiedad en nuestro país está muy concentrada, en la mayoría de ellas existe un controlador que se ve “perjudicado” en cierta medida con esta ley. Sin embargo, creemos que los argumentos que señalan estos profesionales son muy vagos, y en ningún caso ameritan la reformulación de la ley para establecer la ley de OPAs.

Otro organismo contraparte es el instituto Libertad y Desarrollo; en su representación habló la Sra. Rossana Costa. Nuevamente el tema de las tomas de control reguladas son mal vistas. Señala que el proyecto es muy ambicioso, al querer normar las OPAs y mezclarlas con el control de las empresas, haciendo especial crítica en que el proyecto señala que toda toma de control debe hacerse vía una OPA. Los argumentos son similares: que perjudican al accionista mayoritario al ejercer el derecho de vender su propiedad, quien, al hacerlo, tendría que someterse a esta nueva ley lo que generaría trabas para el mercado produciéndose un resultado contrario al que desea con la legislación.

Sin duda uno de los grandes avances de este proyecto es la capacidad que se le otorga al accionista minoritario de vetar las operaciones de la alta gerencia y del directorio. Sin embargo en la legislación actual no existen los incentivos ni las instancias jurídicas en que los accionistas minoritarios puedan exigir la responsabilidad de los administradores y los accionistas controladores. A pesar de las numerosas indicaciones hechas por la comisión de hacienda y por los diputados el proyecto fue aprobado en su primer trámite constitucional, además a pesar que el ejecutivo tuvo que reformar varios de los artículos el objetivo del proyecto se vio inalterado y siguió manteniendo como base la protección al accionista minoritario en temas de oferta pública de acciones y de gobierno corporativo.

En el segundo trámite constitucional, en el senado, ya en el año 2000 bajo el recién asumido gobierno de Don Ricardo Lagos, el ministro de hacienda Don Nicolás Eyzaguirre expuso por primera vez frente al senado los objetivos del proyecto antes expuestos, señalando que esta ley tiene estándares del siglo XXI y que se pagaría un costo enorme si se dejara a Chile fuera de este proceso reformativo del marco legal del mercado de capitales. En su presentación enumeró los temas que generaron mayor debate en la comisión de hacienda del senado. Éstos fueron:

- Las condiciones que obligan a la realización de una OPA.
- Las transacciones con partes relacionadas.

- La concentración bancaria.

En este trámite tanto los parlamentarios de gobierno como de oposición se mostraron dispuestos a legislar sobre este proyecto. Señalaron que sólo había discrepancias técnicas en algunos de los artículos, pero que no habría mayor problema para ponerse de acuerdo en las soluciones. Se dejó en claro también que existen otras trabas aparte de la ausencia de leyes como esta al desarrollo del mercado de capitales, en especial se habló de futuras reformas tributarias y la disminución de las condiciones de plazos mínimos para invertir.

Finalmente la ley fue aprobada con un gran consenso por parte de todas las bancadas. Se llegó a acuerdo en todas las materias que demoraron la tramitación del proyecto, destacándose la orden que señala que cualquier otorgamiento de control de una compañía por el lado de compras o ventas deberá ser obligatoriamente a través de una oferta pública de acciones. Este punto fue altamente debatido por la oposición pero tras la negociación la idea original del proyecto es la finalmente dejada en la ley. El gobierno insistió en la obligatoriedad de las OPAs ya que todos los accionistas de una empresa una vez que arriesgan su capital deben tener los mismos derechos. Se llegó al acuerdo también en que se dará un plazo de 3 años de “marcha blanca” sobre el punto anterior para que las empresas se adecuen a la nueva legislación; durante este proceso la integridad de la propiedad del accionista minoritario sí estará resguardada por la ley de OPAs, por ende el gobierno fue enfático en decir que durante ese período no se permitirá las tomas de control que perjudiquen el patrimonio de éste.

El efecto de la ley de OPAs antes descrita no es muy claro y se presta para muchos análisis. La ley fue promulgada para hacer más atractivo el mercado de capitales chileno mediante la señal que se protege al accionista minoritario de prácticas poco éticas por parte de los accionistas controladores y a pesar que fue aprobada sin tantas trabas en el congreso los bloques opositores a esta ley, principalmente grandes empresarios, sostenían que no tendría un efecto positivo en el largo plazo. Los resultados de esta legislación son aún inciertos, pero todo indica que no tuvo el efecto deseado. Por un lado la concentración de propiedad de las empresas se mantiene prácticamente inalterada dificultando los derechos de los accionistas minoritarios pero la inversión extranjera ha experimentado un leve crecimiento dándole soporte a los argumentos de un mercado más atractivo para los extranjeros.

Como fuente de referencia la encuesta McKinsey⁵ el año 2007 dio los siguientes resultados sobre el mercado de capitales chileno:

- Casi 40% de las decisiones se toman fuera del directorio.
- Los directorios carecen de visión estratégica.
- 79% de las empresas carecen de mecanismo de evaluación del desempeño del directorio frente a 72% del 2004. Evidencia que no demuestra una buena gestión ni implementación de los comités de auditorías.
- En el 75% de las empresas el mayor accionista posee más del 30% de la propiedad.
- En las empresas del IPSA el mayor accionista tiene 41,2% de la propiedad y los 3 mayores poseen 61%, en promedio.

Los datos encontrados por la encuesta no son alentadores con respecto a la protección de accionistas minoritarios. Cada vez que exista un controlador este será capaz de controlar la empresa y planificar según sus intereses las estrategias y los estatutos de la empresa. Si no existe una legislación ni los incentivos a evitar estos comportamientos, los accionistas minoritarios quedarán sin protección a pesar que existan leyes que los protejan, ya que si estas leyes no son validadas por el mercado ni fiscalizadas de manera eficiente (este parece ser el punto central, pues la concentración de la propiedad no ha permitido hacer efectiva la presencia mayoritaria de los minoritarios en los comités de auditoría), sólo quedan en el papel y no cumplen su función objetivo.

En consecuencia, esta ley retomó el tema del mercado de capitales chileno e incorpora estándares internacionales básicos para desarrollarlo. Los consensos alcanzados aquí fueron de relativa sencillez acordarlos, debido a que previamente existía la necesidad de legislar sobre estos temas en todos los sectores políticos. Sin embargo la realidad nos muestra que no fue suficiente en absoluto, se dejaron fuera temas como los gobiernos corporativos de empresas públicas, que como veremos más adelante es un tema muy discutido y legislar sobre estas empresas se ha tornado casi imposible por parte de las autoridades, dada la importancia económica y política que tienen estas empresas en nuestro país. A continuación analizaremos

⁵ McKinsey & Company asesora a empresas líderes a como mejorar sus estrategias, organizacionales y operacionales. Además asiste a gobiernos y a entidades sin fines de lucro en sus desafíos administrativos.

estos temas y otros en la ley que sucedió a la ley de OPAs, en cuanto a reformas en gobiernos corporativos, la llamada ley de mercado de capitales 2 (MK2 desde aquí en adelante). Que pretende desarrollar el mercado de capital de riesgo y profundizar aún más las leyes de prácticas de gobiernos corporativos de empresas privadas y públicas.

En el anexo se encuentra la Tabla N°3 en donde se desglosa la estructura de propiedad de las empresas que integran el IPSA en el año 2008. Se puede apreciar que prácticamente no existe diferencia con la Tabla N°2 por lo que la concentración de propiedad sigue siendo altísima en Chile.

1.2.2 La ley de mercado de capitales 2

Este proyecto se presentó en Julio del año 2003 en su primer trámite constitucional en la cámara de diputados y se extendió hasta el año pasado. Esta nueva iniciativa se caracterizó por tratar de legislar en un gran número de temas y por ende, encontró una fuerte oposición de varios sectores lo que provocó que su trámite fuese muy lento. A continuación detallaremos cuáles fueron los objetivos de esta reforma y nos centraremos especialmente en los temas de gobiernos corporativos de empresas privadas y empresas públicas (dada la gran extensión de la ley). Por primera vez en este trabajo, hablaremos de los gobiernos corporativos de empresas públicas. En Chile, el caso más emblemático es el de CODELCO, empresa que entrega un importante aporte económico al fisco chileno y por ende su peso político es enorme. A lo largo de las páginas siguientes nos daremos cuenta cómo una ley se transforma debido al proceso político, y cómo los intereses de algunos se van agregando a la ley y cómo otros se van desprendiendo del proyecto original. Trataremos de entregar los detalles que creemos relevantes, ya que el trámite de esta ley fue muy complicado y se requirió de muchas reuniones y presentaciones en el congreso para aprobar parte de ésta. A diferencia de la ley de OPAs, podemos afirmar que el proyecto de ley final difiere significativamente del proyecto inicial.

El proyecto tiene como objetivo inicial dar un mayor desarrollo a la industria del capital de riesgo. Sostiene que en Chile este mercado está muy poco desarrollado y por ende muchos proyectos creativos y rentables se quedan sin desarrollar por ausencia de financiamiento. Como propuesta, se pretende modificar varios cuerpos legales, como la ley de valores, la ley de

sociedades anónimas, la ley de tributación, entre otras⁶. Pretende además crear un nuevo tipo de entidad económica que funcione acorde al desarrollo de capital de riesgo, así se propone crear las sociedades de responsabilidad limitada por acciones⁷. En un primer momento no se pretendía legislar sobre gobiernos corporativos de empresas públicas, sólo implementaba nuevas normas a las ya existentes en temas de información privilegiada, transacciones con partes o con sociedades relacionadas, juntas de accionistas, etc.

En el primer informe de la comisión de hacienda, las contrapartes vieron señales positivas en este proyecto señalando que eran anheladas hace muchos años por los inversionistas. El representante de la Fundación Jaime Guzmán, Don Marcos A. González⁸, señaló que era un proyecto con un objetivo muy importante, pero para que realmente se desarrollara una industria de capital de riesgo, era necesario realizar una reforma tributaria que sacara definitivamente el impuesto a las ganancias de capital, un tratamiento especial a los inversionistas en temas tributarios y eliminar la participación de la CORFO en el proyecto. Opinión parecida sostenía el representante de la fundación Libertad y Desarrollo Sr. Alex Buchheister⁹, quien señaló que la participación de la CORFO, más la ayuda del BID no es una buena opción ya que no se tiene seguridad del costo de estos avales. Además la experiencia de proyectos a través de la CORFO no habría sido positiva. En general, los argumentos de estas instituciones y otras más como la CPC, la cámara de comercio de Santiago, la asociación de bancos, etc., concuerdan en que el proyecto está bien encaminado en su objetivo principal que es desarrollar el capital de riesgo en nuestro país, y como complemento al proyecto propuesto, recomiendan una modificación tributaria aún más profunda que favorezca a los inversionistas y a las empresas; por otro lado, coinciden que la participación de la CORFO (organismo estatal), no está respaldado y es considerado como innecesario. El proyecto fue aprobado en general por unanimidad por la cámara de diputados, es decir se aprobó la idea de legislar.

⁶ En total el proyecto pretendía modificar 15 cuerpos legales para llevarlo a cabo.

⁷ Para mayor información de estas nuevas entidades; su composición y en qué consisten, revisar el archivo “Historia de la ley de mercados de capitales II”, disponible en la Biblioteca del Congreso Nacional. Sitio web.

⁸ Abogado de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Fue ayudante de Jaime Guzmán. Trabajó 10 años en la Fundación Jaime Guzmán para luego renunciar e integrarse como editor del cuerpo de economía del diario La Tercera.

⁹ Abogado de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Actualmente es el director de la rama de estudios jurídicos de la Fundación Libertad y Desarrollo.

El segundo trámite constitucional en el senado es sin duda el más importante en la historia de este proyecto. Se decidió incorporar otro proyecto de ley adicional al original que trata por separado todo lo que tiene que ver con gobiernos corporativos de empresas privadas y públicas. Este nuevo proyecto fue presentado el 10 de Agosto del año 2005. El título del proyecto fue “Crea el Consejo Superior de Empresas Públicas, regula las Empresas de Auditoría Externa, modifica estatuto de los directores de las sociedades anónimas, las normas de administración de las mismas y los estatutos de las empresas públicas” el cual como detallaremos fue finalmente rechazado por el senado el 8 de Marzo del 2006.

1.2.3 Gobiernos corporativos como un nuevo proyecto de ley independiente.

El objetivo de este nuevo cuerpo legal era separar del proyecto conocido como MK2 la parte de gobiernos corporativos de empresas privadas y agregarle nuevas modificaciones a las empresas públicas según las guías de la OCDE, las cuales tratan de implementar las mismas normas de las empresas privadas a las empresas públicas con el fin de mejorar los regímenes de gobiernos corporativos de estas últimas. El proceso de renovación en temas de gobiernos corporativos de las empresas públicas había comenzado ya con la creación del SEP, el año 2001, una institución con características similares a un Holding, y con otras reformas en relación al nombramiento y al desempeño de los directores. Sin embargo aún las empresas públicas se encontraban bajo un frondoso cuerpo legal donde predominan normas para cada una de las empresas por sobre un marco legal general. De ahí nace la necesidad de reformar las empresas públicas e incorporarlas a MK2.

En materia de empresas privadas se pretende avanzar en los siguientes temas:

- Presencia de al menos 2 directorios independientes en empresas que posean un patrimonio bursátil superior a 1.500.000 UF.¹⁰
- Aumentar el número de directores en aquellas empresas que dada su concentración no se permita la norma anterior. Esto permite ampliar los representantes en la dirección de la empresa de los accionistas minoritarios.
- Protección a los accionistas en transacciones de activos esenciales.

¹⁰ De este modo se podría controlar temas como los informes de auditorías, asegurando por lo menos la presencia de directores independientes del controlador(s).

- Amplía el concepto de transacciones de partes relacionadas agregando nuevos focos de posibles conflictos de intereses.
- Se avanza en herramientas que facilitan la identificación de información privilegiada. Se crean mecanismos para la divulgación expedita de esta información.
- Mejoramientos de la industria de auditorías externas.

En lo que se refiere a empresas públicas:

- Crea el Consejo Superior de Empresas Públicas (SEP), que estará compuesto por directores en los que participarán en su elección el presidente de la república, el ministro de economía, de hacienda, de minería, de transporte, la CORFO y otros serán independientes seleccionados por concursos.
- Las empresas públicas contarán con al menos 2 directores independientes, acorde con la intención de crear normas similares para empresas privadas y públicas.
- Aplicar las mismas normas contables de las empresas privadas a las empresas públicas. Los balances de las empresas públicas deberán estar sometidas a auditorías por empresas auditoras independientes.
- Las empresas públicas que emitan valores de oferta pública quedan también bajo la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros.
- Modifica la composición de los directorios y la duración en sus cargos. El directorio tendrá la facultad de elegir al presidente y al subrogante de la empresa. Aquellos directores que representen a los trabajadores o a algún gremio en particular deberán abstenerse en su votación cuando existan conflictos de interés.
- En el caso de CODELCO (que veremos más adelante en detalle), se modifican la composición y las atribuciones del directorio, dándole las facultades de administración, adecuando las facultades del presidente ejecutivo.

Con respecto a este proyecto, el presidente de la Confederación de la Producción y Comercio durante esos años (CPC) Hernán Somerville¹¹ presentó un informe a la comisión de hacienda el cual señalaba los siguientes puntos.

¹¹ Abogado de la Universidad de Chile con un magíster en la universidad de Nueva York, con lo cual profundizó su conocimiento en el ámbito de contratos y transacciones en el ámbito internacional y resolución de conflictos. En la década de los 70 manejo diversas empresas en situación crítica a lo largo de

En primer lugar señala que no es correcto modificar los gobiernos corporativos de las empresas privadas y las públicas bajo un mismo proyecto de ley. Argumenta que las empresas públicas requieren un cambio inmediato en este sentido, pero que las empresas privadas funcionan adecuadamente según lo avala el mismo mercado. Remarca además que las empresas chilenas están muy concentradas y que esta concentración es sólo un dato producto de la formación de las empresas, que no es bueno ni malo y que no se debiese modificar mediante leyes. Por otro lado dice que los accionistas minoritarios están lo suficientemente protegidos con la ley de OPAS. Somerville termina su intervención señalando que observa un exceso de regulación por parte de las autoridades y que un mercado cambiante no puede tener regulaciones en todo, siempre debe haber un espacio para la autorregulación.

A nuestro modo de ver el proyecto que se presentó responde a una necesidad básica de desarrollar el mercado de capitales. Existe fuerte evidencia que los mercados en donde la concentración de la propiedad accionaria es mayor son menos desarrollados que en aquellos en los que la propiedad está más diluida; esto se debe en parte a la baja regulación que no protege a los inversionistas de posibles expropiaciones de riqueza por parte de los controladores de los bloques económicos; entonces la creación de riqueza al igual que la propiedad se concentra y no permite que fluya hacia sectores menos desarrollados de la economía lo que dificulta el crecimiento de esta; además, y este es quizás el punto más importante, la escasa regulación eleva el costo de levantar capital y por lo tanto castiga la inversión y el crecimiento. Entonces la concentración tiene un carácter más negativo que positivo y no debiese considerarse tan sólo como una consecuencia derivada de los procesos históricos de cada país. Por lo tanto el argumento del señor Somerville en ese sentido no es suficiente para decir que hay un intento de sobre-regulación a las empresas privadas; muy por el contrario creemos que existen importantes vacíos legales que se requiere llenar para tener una estructura capaz de defender a cada actor en los mercados de capitales. Concordamos que la ley de OPAs es un avance importante, pero esta ley regula sólo una de las formas de expropiación de riqueza por parte de los accionistas mayoritarios que es el premio por control, y que existen muchas otras formas de abusar del

Sudamérica. En los 80 fue el principal negociador de la deuda externa chilena. En 1993 fue elegido como líder de la institución de bancos e instituciones financieras. Entre otras actividades destaca como director de importantes conglomerados económicos como Enersis, Santa Rita, Inacap y Corpbanca.

sistema para lograr beneficios poco éticos, entre ellos el uso fraudulento de información privilegiada, las transacciones con partes relacionadas, directores dependientes del controlador, maniobras contables, etc. Cada uno de esos posibles focos de conductas inapropiadas requiere de un marco legal bien establecido que no es fácil de establecer ni hacer válido por el mercado.

Las federaciones y sindicatos nacionales de las empresas del estado CODELCO, ENAP, BANCOESTADO, ENAMI, CORREOS DE CHILE, FERROCARRILES DEL ESTADO Y EMPRESAS PORTUARIAS, plantearon los siguientes comentarios con respecto al apartado de las empresas públicas:

Con respecto a la creación del Consejo Superior de Empresas Públicas, el cual tendría un rol similar a las juntas de accionistas dentro de las empresas privadas mostraron su total desacuerdo. No les parece adecuado que la autoridades que tienen la responsabilidad de gobernar trasladen la atribución de asignar profesionales de excelencia a otras entidades como el consejo SEP en las formaciones de los directorios de las empresas públicas. En otras palabras están en desacuerdo con los directorios por compromiso o cuoteados. Además sostienen que la creación de este consejo y la Secretaría Técnica de apoyo al mismo sólo van a crear ineficiencia y dobles funciones. Terminan su intervención señalando que lo que plantea el proyecto no cambia en nada la situación actual de las empresas públicas, que sólo se conformaría un “holding” de dichas empresas bajo la mirada de una nueva identidad segmentada e ineficiente desde su punto de vista.

El presidente del Banco Estado en cambio ve con buenos ojos el proyecto. Encuentra un gran avance la creación de este consejo en la asignación del presidente, y vicepresidente para así entonces evitar tonos políticos en los nombramientos que puedan interferir en el funcionamiento competitivo del Banco Estado, que como tal, tiene como misión dar créditos, guardar los ahorros de las personas, etc. Y no tiene por qué tener una tendencia política marcada.

A continuación se hace un punto aparte en la discusión en general y se analiza el caso de CODELCO. La empresa pública más grande del país en donde se observan muchas discrepancias entre los sectores y es el eje central sobre la legislación de gobiernos corporativos en las empresas públicas.

1.3 Gobiernos corporativos en CODELCO

Juan Villarzú ex presidente ejecutivo de CODELCO señaló que no le parecía correcto que a CODELCO se le tratase bajo el mismo marco regulatorio que las otras empresas públicas, recalcando que CODELCO tiene un estatuto diferente. Señala que si CODELCO se somete a estar a cargo de un consejo (SEP) que va a definir normas importantes dentro de la empresa, y además a una vigilancia de la Superintendencia de Valores y Seguros para asimilarse a las empresas sociedades anónimas, se producirá un entorpecimiento con otras instituciones que fiscalizan o que tienen relación directa con la minera como la Contraloría General de la República y COCHILCO¹². En resumen el Sr. Villarzú se mostró cauto al momento de pretender legislar sobre CODELCO y señaló que merecía una discusión detallada antes de reformular el funcionamiento de esta empresa. Una opinión válida tomando en cuenta que es el mayor ejecutivo de CODELCO y está familiarizado fuertemente con el proceso productivo y la toma de decisiones dentro de la misma. Además el posible conflicto de interés entre el SEP, COCHILCO y la Superintendencia es un hecho que podría darse fácilmente. Sin embargo esto se podría disminuir bastante, en primer lugar, definiendo claramente las funciones de cada organismo para evitar objetivos contradictorios. Segundo, tratar de alejar lo más posible el tema político en las decisiones y en los nombramientos de los consejeros y de las personas de cargos importantes tanto en el SEP como en COCHILCO, es decir medidas tales como fomentar la asignación por concurso, integrar a personas no militantes en partidos políticos, aclarar el financiamiento y la política de inversión de CODELCO, etc. Si las autoridades son capaces de desarrollar medidas como las anteriores sin duda se avanzaría en una reforma estructural a CODELCO en el tema de gobiernos corporativos, en donde primarían los debates económicos de la empresa por sobre los políticos.

Para tener una idea del peso político-económico de CODELCO el año 2007 aportó un suma de 8.451 millones de dólares a las arcas fiscales. Una suma importantísima al presupuesto del gobierno, por lo cual ya se puede dimensionar lo delicado que es el tratamiento de esta empresa

¹² Comisión chilena del cobre, fue creada en 1976 con el objeto de resguardar los intereses del Estado en sus empresas asesorándolo en temas de futuro como definición de estrategias y metas de gestión. Además fiscaliza el cumplimiento de leyes de empresas públicas y privadas. Se centra solamente en empresas mineras del cobre y de minerales metálicos y no metálicos con excepción del carbón y los hidrocarburos.

por parte del estado. Por un lado el aporte económico es importantísimo para el mismo, y por ende el gobierno tiene grandes incentivos a fomentar la eficiencia de la empresa; por otro lado, la oposición ve en esta empresa una oportunidad para detectar irregularidades y de esta forma sacar provecho político de posibles errores administrativos. Ambos comportamientos aunque sean de sectores opuestos son muy beneficiosos para el resto de las personas ya que CODELCO está muy observada y fiscalizada constantemente de manera de minimizar los errores de gestión. El gobierno al tanto de esto propone este proyecto para modificar la administración de las empresas públicas y desligarse un poco de las designaciones de las empresas creando un consejo de carácter independiente y apolítico, que controle e informe del funcionamiento de estas firmas. En la actualidad CODELCO está conformado por 7 directores elegidos por el Presidente de la República. Está compuesto por, el Ministro de Minería, el Ministro de Hacienda, 3 directores designados por el presidente, y 2 representantes de los trabajadores y supervisores de la empresa. Es claro entonces que los directores al ser asignados por el presidente representan los intereses de la coalición gobernante y nace un foco de politización de la empresa. Además las decisiones del directorio se enfrentan a las decisiones del presidente ejecutivo de CODELCO otro cargo elegido por el presidente, por lo que no existe un directorio como en las sociedades anónimas. En CODELCO existe un conflicto de poder entre el directorio y el presidente ejecutivo. Esta práctica de gobierno corporativo está ya obsoleta.

Por esta razón es que el actual gobierno lanzó un proyecto de ley en Marzo del 2007 para modificar el estatuto orgánico de la corporación nacional del cobre (CODELCO), en que se tratan todos los temas antes señalados. El objetivo es dar a esta empresa pública el mismo trato al que están sometidas las empresas privadas sociedades anónimas con el fin de tener los mejores estándares internacionales sobre gobiernos corporativos en dicha empresa. Para esto pretende introducir reformas en las labores del directorio y el presidente ejecutivo de CODELCO. Se pretende que el directorio tenga las mismas facultades establecidas para dicho órgano en la ley de sociedades anónimas. Segundo, pretende atribuir a este directorio todas las decisiones que tengan que ver con la administración de CODELCO, sin perjuicio de las atribuciones que este órgano pueda delegar en el presidente ejecutivo. Además pretende modificar la asignación de los directorios para evitar que estos sean elegidos por el ciclo político. Se propone que sólo 2 de éstos 7 sean elegidos por el Presidente de la República de una nómina formulada por la alta dirección pública. Estos 2 directores deberán integrar el comité de

directores ya definido por la ley de sociedades anónimas y tendrán como misión revisar los informes de auditorías externos, apoyar al directorio en el mejoramiento continuo de los controles internos y revisar ex ante sobre las posibles transacciones con partes relacionadas.

El resto de los directores se pretende que 4 de estos sean nombrados directamente por el Presidente de la República y 1 sea elegido por votación dentro de los trabajadores. En cuanto a la duración en los cargos se pretende modificarla de 4 años a 3.

Con esta nueva conformación del directorio y la nueva definición de roles, se puede observar que se pretende en primer lugar evitar que ministros sean directores de CODELCO. También evitar que todos los directores sean elegidos directamente por el presidente incorporando a la Alta Dirección Pública en las designaciones. Sin embargo aún el presidente tiene la mayoría de los directores lo que es una clara señal que el gobierno no pretende de ningún modo “soltar” el control sobre la cuprífera.

Al respecto tuvimos la suerte de conversar con Matías Larraín, abogado del ministerio de hacienda el cual lleva el proyecto de gobiernos corporativos de CODELCO. Según su opinión se pretende legislar en esa empresa primero porque es la más controversial y debatida, para después empezar con las demás bajo un solo proyecto de ley. La contraparte representada por entidades como la Fundación Jaime Guzmán y Libertad y Desarrollo ven con buenos ojos las reformas antes señaladas pero reparaban específicamente en 2 puntos. Uno era en la supuesta independencia de los directorios. Una de las opciones que proponían es que estos sean nombrados por el senado y no por la alta dirección pública, para asegurar la representación de todos los sectores políticos. El otro punto debatible era la representación de los trabajadores. Sus representantes en las reuniones no estaban de acuerdo de disminuir de 2 a 1 la representación de estos en el directorio. Pero según la autoridad con un director elegido por votación de todos los trabajadores bastaría para representar el interés de ellos.

1.4 La resolución del proyecto de gobiernos corporativos de empresas públicas y privadas.

Como se señaló anteriormente, el gobierno de Ricardo Lagos separó de la reforma MK2 lo referente a gobiernos corporativos de empresas privadas y públicas con la necesidad de darle mayor urgencia a este tema que es de vital importancia para el desarrollo de las empresas

públicas que funcionan para la mayoría de los chilenos como verdaderas “cajas negras” en las cuales no se saben dónde invierten ni cómo están conformadas. El momento de la verdad se vio el 7 de Marzo del año 2006, muy pocos días antes de que asumiera el nuevo gobierno y un nuevo parlamento. Bajo la presidencia del senador Romero (Renovación Nacional), el proyecto fue rechazado por no encontrar el quórum necesario¹³. El sólo hecho de que se haya rechazado la idea de legislar, derivó en que un tema tan importante como este quedara vetado por un año dentro del congreso. Esta es una gran inflexibilidad que posee nuestro sistema legal, cuando un proyecto es rechazado en esa instancia se prohíbe volver a votarlo durante un año. Si nos ponemos aún más críticos, votar un proyecto por un año implica nuevas personas que tienen que retomar el proyecto, entenderlo, negociarlo, debatirlo y ponerlo a disposición del congreso de nuevo y nuevamente se corre el riesgo de lo que ocurrió en ese momento. Los senadores que votaron en contra señalaron que no estaban lo suficientemente informados para aprobar un proyecto de esa envergadura y que no conocían la postura del gobierno entrante sobre el tema; lamentablemente por esos argumentos poco técnicos y que no tienen que ver con el proyecto propiamente tal sino con circunstancias, este proyecto se paró por mucho tiempo. En la actualidad se retomó pero aún no logra salir adelante y convertirse en ley, además es un proyecto muy distinto al que se analizó anteriormente.

Retomando la reforma MK2 en su totalidad. Es cierto que el proyecto en su objetivo quizás pecó de ambicioso, pretendía legislar prácticamente en todos los cuerpos legales referentes a mercados de capitales, pretendía crear nuevas formas de sociedades anónimas, fomentar el capital de riesgo, legislar sobre gobiernos corporativos privados, reformar la totalidad de las empresas públicas, etc. Al parecer fueron demasiados los sectores “tocados” por esta reforma por lo cual no se logró el consenso necesario para avanzar en un tema tan importante dentro del mercado de capitales. Sin embargo cuando se legisló sobre la ley de OPAs la cual también fue fuertemente debatida finalmente sí hubo consenso. Entonces qué factores influyeron que la parte de gobiernos corporativos de MK2 no fuera aprobada, ¿Existirá realmente un deseo por seguir regulando en este tópico en todos los sectores económicos?, ¿Qué tan grande es el poder político de aquellos que no se benefician de más regulación, que como vimos fueron capaces de vetar iniciativas como la antes vista? Preguntas que sin duda son muy complejas de responder y son de

¹³ En el anexo se explicita quienes votaron a favor y en contra del proyecto.

carácter subjetivo, para lo cual este trabajo como reiteramos tiene las bases para comenzar a crear una opinión propia al respecto.

1.5 El nuevo MK2, y su resolución en el congreso.

Efectivamente con fecha del 3 de Agosto del año 2006 la Presidenta de la República presentó una indicación sustitutiva que modificó íntegramente el texto del proyecto de ley conocido como MK2. Hace énfasis que algunas materias contenidas en MK2 serán retomadas más adelante como proyectos desglosados e independientes de la reforma original. Entre esos desgloses se encuentra la reforma a los gobiernos corporativos, que es retirado completamente de la agenda; por ende se saca de la discusión temas como regulación de información privilegiada y comités de auditorías (temas que se presentan en detalle en el capítulo 2 de este trabajo), además de transacciones con partes relacionadas, apropiación de actividades comerciales, etc. Algunas de ellas se habían aprobado en la cámara de diputados en el primer trámite constitucional, otras se presentaron con indicaciones en el senado. El ministro entrante don Andrés Velasco presentó los objetivos de esta nueva iniciativa con las indicaciones al proyecto MK2, señalando que son:

- Promover el acceso a financiamiento las firmas de capital de riesgo y PYMES.
- Fortalecer la seguridad en el mercado de valores.
- Promover la integración del mercado financiero.

En la discusión en sala del 16 de Enero del 2007 sobre este proyecto ya modificado ocurrió algo bien peculiar. El objetivo era discutir el nuevo texto legislativo redactado por el ejecutivo, sin embargo una intervención del senador Ominami¹⁴ con respecto al rechazo de la iniciativa de gobiernos corporativos derivó en que la discusión se transformara, y todos los que hicieron uso de la palabra se refirieron al tema de gobiernos corporativos de empresas públicas y privadas, clara señal que el tema aún estaba en la mente de todos los senadores ahí presentes. El ministro de hacienda reiteró que el tema de gobiernos corporativos se debatirá cuando se cumpla un año desde su rechazo. Esto iba a ser en 2 meses más, en Marzo del año pasado, y tuvo que ser él, quien retornara el tema e incitó a los senadores a dar su opinión sobre el proyecto que se debería discutir y no a proyectos anteriores. Todo comenzó cuando Ominami recordó el escándalo que

¹⁴ Economista y senador del partido socialista. Integrante de la comisión de hacienda.

ocurrió con Sebastián Piñera y el uso de información privilegiada para su beneficio mediante la transacción de acciones de LAN el año 2006; el senador Ominami recalcó que nuestro país aún estaba muy atrasado en esa materia.

Para cerrar el tema de MK2 reiteramos sus puntos principales, que fueron: capital de riesgo, gobiernos corporativos a empresas privadas y públicas, fiscalización más exhaustiva del mercado de capitales (prevenir casos como el de Inverlink) y por último facilitar el acceso al crédito a las pequeñas y medianas empresas.

Al revisar la ley 20.190, los artículos promulgados distan mucho de los originales, en el caso por ejemplo del capital de riesgo, lo que se estipula en el proyecto aprobado (artículo 19) es que CORFO actuará como prestamista de las empresas de capital semilla; sin embargo la “concesión” durará 7 años a partir de la entrada en vigencia de la ley, además no se les prestará dinero a aquellas empresas que:

- Sociedades cuyo negocio principal sea la prestación de servicios financieros.
- Sociedades cuyo objeto sea la participación en concesiones de obra de infraestructura de uso público, reguladas por la ley de concesiones de Obras públicas.
- Sociedades cuyo negocio principal sea el inmobiliario.
- Sociedades anónimas abiertas al momento de realizar la inversión por parte del fondo.

Lo anterior claramente da una señal más de que lo que salió del senado fue distinto de lo que entró. En los requisitos de aquellas empresas que pueden optar al fondo capital de riesgo, no se habla en ninguna parte de la necesidad de que estas empresas deben ser empresas que generen innovación, o empresas con dificultades de financiamiento. Ya que el significado de capital de riesgo, o mejor dicho el mecanismo de capital de riesgo se enfoca en el problema de que muchas de las empresas emergentes presentan problemas de asimetrías de información y riesgo moral, por lo mismo es muy difícil para estas empresas ofrecer un colateral. Para ver en qué quedó el proyecto de capital de riesgo (lo que proponía el mensaje, versus como quedo en la ley) nos sería de utilidad indagar en la estructura conocida como “limited partnership” que fue introducida en Estados Unidos para proveer el capital de riesgo. En ese diseño el núcleo del sistema es la Sociedad de Capital de Riesgo (SCR) o “Venture Capital” que, sobre la base de establecer

compromisos de aportes de capital por parte de terceros, conforma múltiples fondos de inversión de patrimonio separado, cada uno de los cuales invierte en varios proyectos de riesgo. Cada fondo es administrado por un socio general o administrador “General Partner” que realiza aportes de capital por cuenta de la SCR y, en conjunto con los empresarios innovadores, participa activamente en la gestión de cada proyecto, para lo cual posee derechos de decisión sobre su conducción¹⁵. Por lo tanto lo aprobado por el Senado dista mucho de la concepción original de capital de riesgo, y por ende de lo expuesto en primera instancia por el gobierno.

En su tercer trámite constitucional, de vuelta a la cámara de diputados, el proyecto conocido como MK2, fue aprobado, con las indicaciones presentadas por el gobierno de Doña Michelle Bachelet. Cabe reiterar entonces que en materia de gobiernos corporativos no se aprobó nada nuevo, esto implica que desde la ley de OPAS (2000) nuestro país no ha avanzado en esta materia.

¹⁵ Luis Felipe Jiménez, “Capital de riesgo para la innovación: lecciones de países desarrollados.” Publicaciones de la CEPAL.

2. CAPÍTULO II

COMITÉS DE AUDITORIA EN LAS S.A.

En Chile al igual que en muchos otros países del mundo, a las empresas privadas se les exige que sean auditadas por un comité externo. Este proceso permite “fiscalizar” que los procesos internos de la empresa estén siendo llevados de forma clara.

La función del comité auditor debe ser¹⁶:

1. Examinar con el máximo de diligencia si los diversos tipos de operaciones realizadas por la sociedad están reflejadas razonablemente en la contabilidad y estados financieros de ésta.
2. Señalar a la dirección de la sociedad las deficiencias que se detecten respecto a la adopción de prácticas contables, al mantenimiento de un sistema administrativo contable efectivo y la creación y mantención de un sistema de control interno adecuado.
3. Velar por que los estados financieros se preparen de acuerdo a los principios y normas contables generalmente aceptados y a las instrucciones dictadas por la Superintendencia en su caso.
4. Cuidar por revelar la posible existencia de fraudes y otras irregularidades que puedan afectar la presentación justa de la posición financiera o de los resultados de las operaciones.

Por ley, el auditor sólo tiene derecho a voz en las juntas de accionistas, y sólo tendría derecho a voto si es que posee parte del capital de la empresa siendo este no mayor al 3% de la

¹⁶ Reglamento de S.A. DS 587, 1982, Artículo n°55

propiedad. Esto nos da un indicio de que los archivos entregados por los comités de auditoría son de poca relevancia para la empresa, y el grado de relevancia que adquieran dependerá directamente del grado de importancia que le entreguen los mismos directores.

Lo anterior podría llevarnos a caer en un círculo vicioso, ya que en la ley chilena no existe una legislación que indique que los directores deben ser independientes¹⁷ del controlador. Bajo este escenario el administrador tendría incentivos de conducir la empresa en función de los requerimientos de los accionistas mayoritarios, dejando de lado al minoritario.

2.1. Comités de auditoría en Chile y en el extranjero

Primero debemos aclarar qué se entiende por comité de auditoría. Por lo tanto es interesante preguntarse lo que es auditar; “la auditoría es una función de dirección cuya finalidad es analizar y apreciar, con vistas a eventuales acciones correctivas, el control interno de las organizaciones para garantizar la integridad de su patrimonio, la veracidad de su información y el mantenimiento de la eficacia de sus sistemas de gestión”. La auditoría puede clasificarse en distintos tipos, pero la verdad es que eso no nos interesa en nuestro propósito, lo que sí es interesante son las normas de auditoría¹⁸, que se dividen en 3 tipos¹⁹:

Normas Generales

1. La auditoría debe ser efectuada por una persona o personas que tengan el adecuado entrenamiento técnico y la capacidad profesional como auditor.
2. En todos los asuntos relacionados con el trabajo encomendado, el o los auditores mantendrán una actitud mental independiente.
3. En la ejecución del examen y en la preparación del informe, el o los auditores mantendrán el debido cuidado profesional.

Normas Relativas a la Ejecución del Trabajo

¹⁷ La ley vigente (Año 2008) es la ley de S.A. de 1982.

¹⁸ Normas de Auditoría generalmente aceptadas, universalmente aprobadas y adoptadas por el colegio de contadores de Chile A.G.

¹⁹ Normas sacadas desde internet, y que son las que acepta el colegio de contadores de Chile.

1. El trabajo se planificará adecuadamente y se supervisará apropiadamente la labor de los integrantes del equipo de auditoría.
2. Deberá adquirir una comprensión suficiente de la estructura de control interno para planificar la auditoría y para determinar la naturaleza, oportunidad y extensión necesaria de las pruebas que deberán efectuarse.
3. Se obtendrá material de prueba suficiente y competente, por medio de la inspección, observación, indagación y confirmación, para lograr una base razonable y así poder expresar una opinión sobre los estados financieros que se examinan.

Normas Relativas al Informe

1. El informe indicará si los estados financieros han sido preparados de acuerdo con principios de contabilidad generalmente aceptados.
2. El informe indicará aquellas situaciones en que dichos principios no se han seguido uniformemente en el período actual respecto al período anterior.
3. Las revelaciones informativas contenidas en los estados financieros deben considerarse como razonablemente adecuadas, a menos que en el informe se indique lo contrario.
4. El informe expresará una opinión sobre los estados financieros tomados en conjunto, o una aseveración en el sentido de que no puede expresarse una opinión. Cuando no pueda expresarse una opinión sobre los estados financieros tomados en conjunto, deben indicarse las razones que existan para ello. En todos los casos en que el nombre de un auditor se encuentre relacionado con estados financieros, el informe contendrá una indicación precisa y clara de la índole del trabajo del auditor, si hay alguna, y el grado de responsabilidad que está asumiendo.

Por otra parte los requisitos y facultades de los auditores están escritos en el reglamento de sociedades anónimas. Donde estos deben ser mayores de edad, contadores auditores, ingenieros comerciales, y en general, cualquier otra persona que de conformidad con la ley pueda emitir informes de auditoría que acrediten un ejercicio profesional mayor a 3 años.

Sin embargo en ninguno de los artículos de la ley de Sociedades Anónimas (ni tampoco en el reglamento sobre S.A.), se especifica de que el auditor debe ser independiente de la firma que

audita, sólo que no puede tener más del 3% de la propia de forma directa o por medio de un tercero, tampoco se especifica que el auditor no pueda prestar mas servicios a la misma compañía, sólo se habla de un porcentaje del pago que recibe este de la empresa. Por el contrario en EEUU, cuna del libre mercado, sí existe tal legislación, la ley *Sarbanes-Oaxley* surge ante los hechos de fraude del caso Enron. En esta ley se asignan responsabilidades de las partes, si bien no evita que no se hagan fraudes y perjuicios al minorista, sí asigna responsabilidades. Exigiendo que los auditores sean independientes, para evitar operaciones con parte relacionadas y conflicto de intereses. Además dichos auditores no pueden ofrecer los siguientes servicios a la misma compañía: servicio de contabilidad, servicio de nómina, contratación de ejecutivos, preparación de informes sobre proyecciones, valuaciones, servicios actuariales, asesoría como director funcionario o empleado, consejería legal, auditoría interna, intermediación financiera y servicios de banca de inversión. Otro gran punto en la ley, es que se establece de manera formal el comité, con todas sus atribuciones, se explicita que todos sus miembros deben ser independientes, que se debe tener al menos un miembro experto en finanzas y que todos los servicios de auditoría y pre-auditoría deben ser pre-aprobados por el comité. Por lo tanto, existe un claro énfasis en las delimitaciones del comité, y en que es claramente externo a la empresa.

2.2. Comités de auditoría y los partidos políticos

Los partidos políticos en Chile y en el mundo se financian por medio de donaciones, las que en su mayoría provienen de las empresas privadas. Esto nos lleva a priori a tener como **hipótesis**, que “los partidos políticos tendrían incentivos a no legislar a favor de la existencia de comités de auditoria independientes”, y en asignar culpas ante mal manejo de la empresa, y de paso que el poder de veto siga siendo asumido por los directores de las empresas. Ya que bajo este esquema, el controlador sigue manteniendo el poder de la empresa (ante la no existencia de directores independientes), y a su vez de la administración.

a) El financiamiento de los partidos políticos

En Chile existe una ley de transparencia a la donación a los candidatos y partidos políticos (ley 19.884), en la cual se establecen los montos de los aportes reservados a los partidos

políticos, pudiendo estos estar entre 20 UF²⁰ (En pesos chilenos \$419.000) y 10.000 UF. Esto denota que en su gran mayoría los aportes destinados a las campañas electorales son provenientes de la empresa privada.

Otro punto importante con respecto al financiamiento de los partidos políticos, es que en la ley 18.603 no se estipula nada acerca de los montos que recibirán los partidos políticos, sólo pone énfasis en el origen; cotizaciones ordinarias o extraordinarias de sus afiliados, por las donaciones, por las asignaciones testamentarias que se hagan en su favor, y por los frutos y productos de su patrimonio²¹. Además sólo en el diario oficial pueden existir resúmenes de su financiamiento, pero no el detalle del origen de cada ingreso²².

A nosotros lo que nos interesa, es ver de dónde salen estos dineros y la relación que existe entre los partidos políticos-empresa privadas, y su consecuente legislación a favor de las empresas que entregan los aportes a los partidos políticos

b) La dualidad servicio publico-mundo privado

En Chile a lo largo de la historia, se ha sufrido esta tensión que existe entre la búsqueda de independencia por parte del partido político, y la presión de aquellas personas que han sido los contribuyentes, donde unos quieren independencia para legislar, y los otros quieren que sus ideas e intereses sean defendidos. Un caso emblemático es el de ex presidente Jorge Alessandri (1958-1964), “que tuvo la doble calidad de ser político-diputado, ministro, senador y presidente, junto a cargos de dirigente gremial del empresariado- y de haber sido asimismo empresario y uno de los dueños de la mas importante de las empresas privadas del país”.²³ Este hecho histórico, no guarda relación con la actualidad que vive el país, ya que en el último tiempo se ha legislado a favor de que no pueda existir esta doble militancia entre vida política y vida empresarial, pero sólo se ha legislado en cargos específicos, aquellos que tienen directa relación con el Estado. En el artículo 57 de la constitución chilena se establece quienes pueden

²⁰ UF al 24 de Septiembre de 2008 igual a \$20.950

²¹ Ley 18.603, Art. 33, Del financiamiento de los partidos políticos

²² En el anexo, se puede ver un ejemplo del detalle que deben mostrar los partidos políticos (Tabla N°3).

²³ Carlos Hunneus, El financiamiento de los partidos políticos y las campañas electorales en Chile.

ser candidatos a senadores y diputados, pero en ninguna parte se establece que estos candidatos deben abandonar sus cargos en empresas privadas. En el artículo 58 de la constitución política, se pone más énfasis en la doble militancia, donde deja de manifiesto que tanto senadores como diputados son incompatibles con todo empleo o comisión retribuidos con fondos del Fisco, de las municipalidades, de las entidades fiscales autónomas, semifiscales o de las empresas del Estado o en las que el Fisco tenga intervención por aportes de capital, y con toda otra función o comisión de la misma naturaleza. Además los cargos de diputados y senadores son incompatibles con las funciones de directores o consejeros, aun cuando sean *ad honorem*, en las entidades fiscales autónomas, semifiscales o en las empresas estatales o en las que el Estado tenga participación por aporte de capital.

En resumen, analizando lo anterior, no existe ninguna legislación que obligue a que los personajes públicos no tengan esta doble militancia, servicio público-empresa privada. No es que digamos que esté mal, pero claramente deja un vacío legal y ético considerable, el mismo que puede llevar a que se legisle a favor de la empresa privada. Pudiendo ser ésta, de propiedad de diputados o senadores, de forma directa o indirecta, o de las personas que aportan al financiamiento de los partidos políticos. Enfocándonos en los comités de auditoría, que es lo que nos importa, el hecho anterior nos podría indicar que las leyes que modifiquen esto (Mensaje de ley de Mk2), no serán muy consideradas, porque las modificaciones propuestas pueden “perjudicar a la empresa privada”.

2.3. Mk2 y el mayor poder de los comités de auditoría

En el artículo 25 de la ley Mk2 se establecen los comités de auditoría, y se pone énfasis en lo siguiente: “Los estatutos sociales establecerán la forma en que la administración será fiscalizada. Si estos nada dijeren, la junta de accionistas deberá nombrar anualmente un auditor externo independiente con el objeto de examinar la contabilidad, inventario, balance y otros estados financieros. Debiendo éste informar por escrito a la próxima junta ordinaria sobre el cumplimiento de su mandato y a este auditor externo independiente les serán aplicables las disposiciones del título IV del Decreto Supremo N° 587 de 1982, en todo lo que les sea aplicable en relación con los auditores externos señalados”. Este decreto hace alusión a las condiciones que deben realizar los auditores, y las restricciones que enfrentan.

Como podemos ver, ni en el mensaje de Mk2, ni el Decreto Supremo N° 587 existe algún punto específico que recalque la posibilidad de veto que pueda tener el comité auditor, la misión de los mismos es informar a la junta de directores, pero si estos hacen caso de la información o no, no es posible implementarlo en la ley. El gran aporte que se busca implementar mediante la ley Mk2, es que la auditoría en las empresas transadas sea de carácter obligatorio, este hecho permite respaldar a los accionistas minoritarios.

2.3.1 El proceso político de la ley Mk2, y en especial de la parte de auditoría.

Los principales puntos que busca impulsar esta ley como se explicó anteriormente en el capítulo 1 son el capital de riesgo y el financiamiento a nuevos proyectos. También se introduce el tema de gobiernos corporativos, avanzar en la entrega de prendas como garantías para así facilitar la entrega de créditos a las pequeñas empresas. Por último pretende crear una fiscalización más exhaustiva del mercado de capitales pero sin interferir en el libre funcionamiento del mercado para no dañar los incentivos empresariales.

Los principales puntos que se incluían en el mensaje en el tema de gobiernos corporativos y que ponían énfasis en los comités de auditoría eran los siguientes:

- Mejorar la industria de los auditores externos: Se exige que las empresas sean fiscalizadas por empresas (hoy lo pueden hacer personas). Se ponen requisitos para asegurar su independencia y calidad técnica.
- Se amplían las restricciones a las operaciones de accionistas que son capaces de elegir a un director y con aquellos que poseen lazos políticos o de amistad dentro de la administración de la empresa.

La primera de las propuestas se ve de forma directa en las implicancias en los comités de auditoría. Mientras que la segunda va ligada más al hecho de que los comités de auditoría tengan mayor veto dentro del directorio, ya que si los directores son independientes de los dueños, ellos buscarán maximizar el valor de la firma en su conjunto, y por lo tanto les será de suma utilidad los informes entregados por los auditores, permitiendo hacer un análisis acabado del estado de la firma y solucionar posibles problemas, generando mayor valor en el futuro

Con respecto a comités de auditoría que es el tema de este capítulo, “mejoramiento de la industria de auditores externos: para asegurar idoneidad técnica, se exige que las sociedad anónimas abiertas sean auditadas por empresas (hoy lo pueden hacer personas naturales). Se establecen requisitos que garanticen su profesionalización e independencia económica y técnica. Para ello: a) se prohíbe que la auditora externa respecto de la empresa auditada pueda desarrollar actividades que comprometan su independencia; b) el total de los ingresos de la auditora provenientes de un mismo grupo empresarial no puede ser superior al 10%” (Bajo la ley actual, DS 587 de 1982, ese margen era no mayor a 15%). Como podemos apreciar, las nuevas indicaciones eran más incisivas que el mensaje original, ya que modifica los ingresos que pueden percibir estos auditores, de manera de restringir que la auditoración sea “parte” de la empresa y así evitar problemas de agencia. En este mismo informe, en el artículo 7, el cual introduce diversas enmiendas en la ley N° 18.045, Ley del Mercado de valores, el título XXVIII (artículos 239 al 252) hace una serie de indicaciones a las empresas de auditoría externa, que van desde la naturaleza de las empresas de auditoría externa hasta las restricciones que enfrentan. En el artículo 8, que introduce variadas modificaciones en la ley N° 18.046. Sin embargo de lo original, después de la discusión en el Senado quedó muy poco. Se eliminaron los puntos del 1 al 12, más 14 y el 16. Sólo quedó el 13, que guarda relación con las prácticas de auditoría en las empresas privadas, y con algunos temas de la representatividad que tiene el accionista minoritario, como el poder de veto, y también quedó el punto 15, que establece el directorio acuerda el tipo de operaciones a realizar y las condiciones y requisitos generales a las que se sujetarán. Por lo tanto después del segundo trámite constitucional, quedaba parte de lo que correspondía a comités de auditoría;

El punto 13 iba en directa relación con los comités de auditoría, y proponía lo siguiente:

“Se reemplazan los artículos 51, 52 y 53 por los siguientes, nuevos:”

“Artículo 51.- A menos que sus estatutos establezcan lo contrario, la junta de accionistas de las sociedades anónimas cerradas podrá designar anualmente a una empresa de auditoría externa para que examine la contabilidad, inventario, balance y otros estados financieros, debiendo informar por escrito a la próxima junta de accionistas sobre el cumplimiento de su mandato.

Artículo 52.- La junta ordinaria de accionistas de las sociedades anónimas abiertas deberá designar anualmente a una empresa de auditoría externa con el objeto de examinar la contabilidad, inventario, balance y otros estados financieros de la sociedad, y con la obligación de informar por escrito a la próxima junta ordinaria de accionistas sobre el cumplimiento de su mandato.

Al menos uno de los socios principales de la empresa de auditoría externa que hubiere suscrito el informe de auditoría deberá, por sí mismo o por medio de mandatario, concurrir a toda junta general de accionistas que tenga por objeto el examen de dicho informe. El representante deberá resolver las consultas que se le formulen respecto de su informe, como asimismo respecto de las actividades, procedimientos, constataciones, recomendaciones y conclusiones. La superintendencia podrá establecer por norma de carácter general, reglas que permitan cumplir la obligación antedicha por medios de comunicación que garanticen la fidelidad y simultaneidad de sus opiniones.

El informe de la empresa de auditoría externa a la junta de accionistas se referirá en forma detallada, a lo menos, a las siguientes materias:

1. Relación y descripción de las actividades de auditoría externa realizada durante el ejercicio;
2. Indicación de haberse dado cumplimiento a los señalado en los artículos 245, 246 y 248 de la ley N° 18.045 (hacen mención a la independencia de la empresa auditora y a sus funciones) en su caso;
3. Observaciones relativas al control interno de la sociedad auditada, a la preparación de los estados financieros de ella de acuerdo a los principios contables y a las normas de auditoría generalmente aceptadas, y al cumplimiento de las normas de carácter general e instrucciones dictadas por la Superintendencia; y
4. Cuenta de los pagos recibidos por la empresa de auditoría externa, directa o indirectamente, de la sociedad auditada o del grupo empresarial al que pertenezca, distinguiendo aquéllos percibidos exclusivamente por el servicio de auditoría externa.

Dicho informe será incorporado en la memoria y será publicado en extracto junto con los estados financieros de acuerdo a lo previsto en el artículo 76 de esta Ley.

Artículo 53.- El directorio de la sociedad anónima abierta deberá establecer las normas internas necesarias para la auditoría externa se desarrolle según lo señalado en la ley, incluyendo especialmente los términos y condiciones es que se podrá contratar a la empresa de auditoría externa para la prestación de servicios distintos a la auditoría externa, y los procedimientos para solucionar eventuales casos de falta de independencia de juicio de aquella. En la junta de accionistas convocada para designar a la empresa de auditoría externa, y previo a su designación, el presidente deberá dar a conocer a la asamblea la política de contratación del auditor externo en servicios distintos a la auditoría externa o cualquier cambio efectuado a la misma durante el ejercicio anterior.”

Sin embargo, la ley publicada no menciona los puntos anteriores, por lo cual la eliminación de estos puntos se dio en el tercer trámite constitucional, y en particular en la discusión en sala. Ya que en la ley 20.190, el artículo 7º establece lo siguiente:

1. Modifícase el artículo 75 de la Ley 18.046, del siguiente modo:

- a) Reemplázase en el inciso primero, la expresión “enviar a” por “poner a disposición de“
- b) Elimínase el inciso segundo.
- c) Reemplázase en el inciso final, la expresión “se enviarán a” por “se pondrán a disposición de”

2. Intercálase a continuación del artículo 137, el siguiente artículo 137 bis:

“Artículo 137 bis.- La Superintendencia determinará, mediante norma de carácter general, los medios alternativos a través de los cuales las sociedades fiscalizadas podrán enviar o poner a disposición de sus accionistas, los documentos, información y comunicaciones que establece esta ley.

2.3.2. Las causas de la eliminación de comités de auditoría

Lo interesante aquí es ver por qué se cambió el proyecto en el último trámite, cuáles fueron los fundamentos otorgados, o la problemática surgida. En la discusión en sala se hizo referencia a la importancia del proyecto, de parte de todos los sectores; Dittborn, Cardemil y Álvarez, por parte de la alianza, Lorenzini, Tuma, Ortiz y Súnico, por la Concertación. Siendo el único que puso en

discusión la votación el diputado Jorge Burgos (Democracia Cristiana), ya que se necesitaba revisar por parte de la comisión constitucional de la cámara, con objeto de revisar algunos aspectos legales introducidos por el Senado y que modificaron la ley aprobada por la cámara de diputados. Sin embargo en el oficio de la cámara de origen al ejecutivo, el proyecto de ley en el artículo 7º ya no estipula la condiciones que deben tener los comités de auditoría, por lo tanto el artículo que entrega el congreso acerca de la tramitación de MK2 no es claro en manifestar que pasó con el artículo 7 durante el proceso de discusión y el oficio de la cámara de origen al ejecutivo. Este punto anterior no es suficiente para respaldar nuestra hipótesis planteada, pero claramente deja sospechas de cuales fueron las causas para eliminar este punto. Ya que en ninguna parte de la discusión queda en entredicho que la regulación de los comités de auditoría sea un tema conflictivo.

Tal vez existan otros motivos que expliquen el resultado de la votación, que es el comportamiento de dos agentes que participan de manera directa e indirecta en el proceso de votación. Primero, los senadores de las Fuerzas Armadas, al analizar la votación de la ley de gobiernos corporativos del año 2006 se puede ver que dentro de los senadores que votaron en contra, se encuentran los senadores designados pertenecientes a dicha institución, los cuales tenían incentivos de mantener el porcentaje de ingresos provenientes de Codelco. Finalmente, los sindicatos de las empresas públicas. Estas personas están altamente ligadas a los partidos políticos por lo cual su presión puede incidir en la votación de las leyes. La principal razón del poder de los empleados públicos en los partidos políticos es que los empleados públicos representan la base militante de los partidos, además también participan en las elecciones de los partidos políticos. Por lo tanto los sindicatos de las empresas públicas y los senadores designados de las FF.AA. tienen incentivos, que a pesar de ser distintos repercuten en una votación en contra de la ley.

2.4 MK3, el nuevo proyecto impulsado por el ejecutivo.

Durante la discusión de Mk2, no se hizo mucho énfasis en comités de auditoría, porque lo que desarrollaba comités de auditoría, era el tema de gobiernos corporativos de empresas privadas y publicas. En la actualidad existen nuevos proyectos de gobiernos corporativos de empresas públicas, privadas y CODELCO, los cuales se están tramitando en el Senado

El proyecto de gobiernos corporativos de empresas privadas, en el apartado de auditoría externa, pone énfasis en dos puntos:

- Se elevan los estándares aplicables a los auditores externos, de manera de garantizar una mayor seguridad e idoneidad técnica. Para estos efectos, se introducen normas que buscan asegurar la rigurosidad de los informes de auditoría y la obligación de los auditores de asistir a la junta para responder las preguntas de los accionistas. Asimismo, se imponen ciertas prohibiciones e incompatibilidades para los socios de las empresas de auditoría externa.
- Se requiere un quórum de 2/3 de las acciones emitidas con derecho a voto para adoptar la decisión de renovar a los auditores o para autorizarlos a prestar a la empresa servicios complementarios a la auditoría, cuando ello pueda generar riesgo de falta de independencia.

Los puntos anteriores, hacen énfasis en la veracidad de la auditoría, con lo cual los accionistas estarían protegidos y se podrían reducir los problemas de agencia; pero el punto es que si se toman o no en cuenta los informes, depende de que los directores sean independientes del controlador. Este punto también es tratado en el proyecto de gobiernos corporativos aún en tramitación. En el punto 4 que hace alusión a los comités de directores, dice que debe estar integrado en su mayoría por directores independientes y también que se facilita el acceso a los accionistas, al incluir su informe anual en la memoria de la compañía. Una de las cosas que aún no se define (ni en este proyecto, ni lo fue en MK2) es quién asume las responsabilidades en caso de que existan fallas en los informes; por ejemplo en la ley Sarbanes-Oxley, se establece un cambio en el código penal estadounidense, donde se especifican multas y penas para los responsables legales de las infracciones (informes que no cumplen los requerimientos expuestos por la ley Sarbanes-Oxley, por ejemplo la transparencia de la información, independencia de la empresa auditora, certificación de los informes financieros, entre otros), donde estos podrán ser multados con dinero, o con años de cárcel, dependiendo del fallo del tribunal. Por lo tanto es un tema en que aun falta un poco de profundidad, pero que va por buen camino. Con respecto a la tramitación del proyecto, recién salió el primer informe de la comisión de hacienda (2 de Septiembre del 2008), a pesar de que el proyecto ingresó a la cámara el 4 de Septiembre del año 2007. Esto nos lleva a plantear que al igual que en MK2, la tramitación del proyecto tomará tiempo, y es de suma importancia que para que se aprueben los proyectos existan los incentivos

adecuados, porque en todo régimen político (obviando las dictaduras y monarquías) existirá un trade-off entre lo que plantea el ejecutivo y lo que plantea la oposición.

3. CAPÍTULO III

INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

El concepto de información privilegiada es acuñado en países de habla inglesa, se podría decir que fueron ellos los que definieron primero este concepto. Que es el concepto de *Inside trading*, y su definición en inglés es la siguiente: “*Insider trading is the trading of a corporation's stock or other securities (e.g. bonds or stock options) by individuals with potential access to non-public information about the company. In most countries, trading by corporate insiders such as officers, key employees, directors, and large shareholders may be legal, if this trading is done in a way that does not take advantage of non-public information. However, the term is frequently used to refer to a practice in which an insider or a related party trades based on material non-public information obtained during the performance of the insider's duties at the corporation, or otherwise in breach of a fiduciary duty or other relationship of trust and confidence or where the non-public information was misappropriated from the company*”²⁴

Lo anterior nos dice que el concepto de información privilegiada se entiende como la transacción de acciones u otros activos de la compañía por parte de personas con acceso a la información no publicada al mercado por parte de la empresa. Si estos individuos con información (*insiders*) transan acciones sin aprovecharse de esta información adicional no se genera ningún impacto negativo, es todo legal. El problema es cuando las transacciones realizadas por estos individuos si consideran su información adicional, porque al hacer la transacción se está perjudicando a terceros.

3.1. El Caso Chispas²⁵.

El caso chispas marca un antes y un después en la discusión de la información privilegiada en Chile. El problema se da a conocer el 10 de Octubre de 1997, donde el directorio de la empresa Enersis S.A. recibió la información de que Endesa España había informado a la

²⁴ Definición dada por la comisión de seguridad e intercambio de Estados Unidos, Mayo de 2008.

²⁵ Wigodski Teodoro, Caso Chispas: Lealtad debida en el directorio de una sociedad, Enero de 2008.

Securities and Exchange Comisión de Estados Unidos que no sólo se había firmado una alianza estratégica entre Endesa España y Enersis, sino que además se habían suscrito una serie de contratos por parte del Gerente General de la compañía, José Yuraszeck, de los cuales el directorio no poseía conocimiento alguno.

Para entender el problema surgido, es necesario revisar la historia de las partes y cómo surgieron estos contratos suscritos por José Yuraszeck. Enersis era una compañía del sector eléctrico nacional, que tenía no sólo participación en el mercado nacional sino que también estaba posicionada en otros países de Latinoamérica (Argentina, Brasil, Colombia y Perú). La buena administración la había llevado a tener un crecimiento sostenido entre los años 1990 y julio de 1997; sin embargo presentaba limitaciones para crecer a mayor escala, debido al alto endeudamiento que tenía, lo que la llevó a entablar relaciones con un socio estratégico, Endesa España. Por otra parte existían las sociedades **Chispas**, las cuales fueron creadas en 1987 por un grupo de ex-ejecutivos y empleados de la ex Chilectra Metropolitana S.A. (Nombre de Enersis antes de ser privatizada); esta sociedad decidió tomar control de la empresa en la cual trabajaban estos ejecutivos, a través de las indemnizaciones que recibirían por parte del Estado provenientes de la privatización.

A) Los Gestores Claves

Los llamados gestores claves, quienes poseían una parte muy mínima de la propiedad de Enersis (0,06% de las sociedades Chispas), eran siete profesionales que ocupaban a su vez altos cargos ejecutivos en Enersis, y que además participaban en todos los directorios de las Chispas. Este grupo lo conformaban José Yuraszeck (Gerente General Enersis), Luis Fernando Mackenna (Presidente Directorio Enersis), Marcos Zylberberg (Gerente General Chilectra S.A., filial de Enersis), Marcelo Brito (Subgerente General Enersis), Arsenio Molina (Gerente de Desarrollo Enersis), Eduardo Gardella (Gerente Controlador de Enersis) y Alfonso Torrealba Ugarte (Gerente General de Edesur S.A., filial de Enersis). Estos llamados gestores claves, eran los artífices de la buena gestión en la conducción de Enersis, lo que los llevó a que contarán con la confianza del resto de los inversionistas de la compañía y que detentaran lo que se denominaba “esquema de control”.

B) La operación

El 30 de Julio de 1997, el directorio de Enersis celebró una reunión extraordinaria convocada por el Gerente General, José Yuraszeck, donde se informó de las conversaciones sostenidas con Endesa España. En esta reunión, el directorio de Enersis decidió aprobar la realización de la alianza estratégica, y además entregó la facultad al Gerente General para negociar y firmar, en representación de la empresa. En virtud del poder otorgado, José Yuraszeck (Gerente General de Enersis), suscribió el contrato con Endesa España y además firmó sin conocimiento por parte del Directorio de Enersis, otros contratos, dentro de los cuales se vendía a Endesa el “esquema de control”, el mismo que era de propiedad de los gestores claves.

Otro punto importante de la negociación es que Endesa España, el 5 de Agosto de 1997 hizo pública su intención de tomar el control de las Sociedades Chispas, y también de la realización de una oferta pública de acciones. Esta OPA hacía una diferencia entre las acciones que estaban en manos de los empleados de Enersis y las que estaban en manos del público general otorgando un precio menor a las acciones que estaban en manos del público general. En las reuniones posteriores que tuvo el directorio (28 de Agosto y 9 de Septiembre), no se comentó nada de los contratos suscritos por parte de Enersis con Endesa España; recién en la sesión del 25 de Septiembre, Yuraszeck entregó al Directorio el texto de la alianza estratégica. Cuando el 10 de Octubre el Directorio de Enersis conoció lo que Endesa España había entregado a la comisión de valores y cambio de Estados Unidos (SEC, en sus siglas en inglés), se dieron cuenta de que el Gerente General se había extralimitado en los poderes que le había otorgado el Directorio, lo que llevó a que se cesaran de su cargo al Gerente General, y a sustituir al Presidente del Directorio.

C) Las sanciones a los Gestores claves

En noviembre de 1997, la SVS impuso cuantiosas multas a los Gestores Clave. En lo informado por la SVS, existía clara evidencia de que al momento de firmar los contratos de alianza estratégica (y sobretudo la compraventa de las acciones de la sociedad chispas), se actuó con un notable conflicto de intereses. Además que al momento de la negociación se había ocultado información a los restantes directores y accionistas de la compañía con respecto

al interés de Endesa España de ingresar a la propiedad de Enersis y de sus intenciones de venderle las acciones de las cuales eran dueños; habían ocultado su compromiso de ejercer influencia en la administración del nuevo controlador; y por último que los personeros que negociaron los contrato, hicieron prevalecer sus intereses personales por sobre sus deberes y obligaciones como presidente del directorio y Gerente General, respectivamente.

3.2 Responsabilidad Objetiva v/s Subjetiva.

El uso de información privilegiada puede ser clasificada como subjetiva u objetiva, como se denomine dependerá del país donde se catalogue. Esto guarda relación con el tipo de responsabilidad frente a la información, si es subjetiva quiere decir que está vinculado a un deber fiduciario hacia la sociedad emisora y sus accionistas, esta es la relación que existe en el derecho estadounidense. Por otra parte en los países europeos, la legislación pone énfasis no en la posición de quien detenta la información, sino que de la naturaleza de la misma, lo que se denomina como responsabilidad objetiva. En Chile, aún no se toma parte en alguna de alguna de las dos posiciones, por lo cual al momento de catalogar si ha existido o no, uso de información privilegiada no se pueden basar los hechos en uno de los dos tipos de información. Esto lleva a tener un vacío en la legislación, y la determinación de si existió o no información privilegiada dependerá en exclusiva de la *expertise* que tengan tanto el abogado querellante como el defensor.

3.2.1. Regulación en EEUU v/s Europa²⁶

En Estados Unidos la ley (*Security Exchange act*) establece la obligación de informar los estados contables de la empresa y se consideró como agentes con información privilegiada (*inside information*) a los directores, gerentes y accionistas, que poseyeran mas de un 10% de las acciones. Esta misma ley estableció las sanciones para aquellos individuos que utilizaran la información privilegiada en beneficio propio. Cuando se detecta que alguien tiene la capacidad para acceder a la información privilegiada se activa una prohibición de compras durante seis meses, en el caso de que no se quiera entregar la información al mercado.

²⁶ Philippi, Yrarrázaval, Pulido y Brunner, Información Privilegiada, Análisis comparado, 2007

La legislación estadounidense permite demandar a todos aquellos individuos que transaron aprovechándose de que poseían la información privilegiada. También se puede demandar a quienes, a pesar de no poseer de forma directa la información se hubiesen aprovechado de ésta, logrando beneficios en el mercado. En resumen la legislación de Estados Unidos no busca la transparencia, sino que busca atacar que no se cometa engaño. La legislación europea define información privilegiada como, “la información que no se haya hecho pública, de carácter preciso, que se refiera a uno o varios emisores de valores negociables o a uno o varios valores negociables y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o de esos valores”.²⁷ Y los estados prohibirán que todas las personas que; miembros de los órganos administrativos, de dirección o de control del emisor, participantes del capital emisor, o que tengan acceso a la información por el ejercicio de su profesión, puedan adquirir o ceder de manera directa o indirecta, los valores del emisor o de los emisores afectados por la información privilegiada, explotándola con conocimiento de causa. Por lo tanto en la legislación Europea lo que se protege, son las asimetrías de información que enfrenta el mercado. (Ver Cuadro N°2 del anexo).

3.2.2. Regulación en Chile²⁸

En Chile no existe una legislación que se base en una de las dos tendencias (responsabilidad objetiva o responsabilidad subjetiva). La ley define que sólo se puede acceder a la información (privilegiada) si existe una relación preexistente con la fuente de dicha información. Tiene que existir un cargo, o relación con el emisor en razón de que la persona pueda acceder a la información. Lo anterior sólo afecta a los internos, lo que deja un amplio margen para aquellos terceros que pueden beneficiarse de dicha información; esta interpretación es en la que generalmente se basan los privados. Por otra parte, la visión que mantiene la autoridad es que la información privilegiada viaja entre quienes la transmiten, y va “manchando” a aquellos que van adquiriendo el conocimiento; esta interpretación va ligada al resultado más que al origen.²⁹ Por lo tanto como mencionamos, existe una doble interpretación de la ley, lo que incide en que

²⁷ Artículo 100, Comunidad Económica Europea (89/592/CEE)

²⁸ Ver Cuadro N°1 en el anexo donde se muestra la comparación de Chile con otros países en el número de transacciones con información privilegiada.

²⁹Alcaíno, Rodríguez, Sahlí, Centro para el gobierno de la empresa, regulación al mercado de capitales.

las personas que caigan en casos de información privilegiada no se les juzgue con el mismo prisma.

La ley de valores (18.045) en el título XXI legisla en relación a la información privilegiada, y en especial el artículo 166 habla de quienes se presume puedan tener acceso a la información privilegiada.

Las siguientes personas pueden tener acceso a la información privilegiada:

- a) Los directores, gerentes, administradores y liquidadores del emisor o del inversionista institucional, en su caso;
- b) Las personas indicadas en la letra a) precedente, que se desempeñan en una sociedad que tenga la calidad de matriz o coligante controlador, de la emisora de cuyos valores se trate, o del inversionista institucional en su caso;
- c) Las personas controladoras o sus representantes, que realicen operaciones o negociaciones tendientes a la enajenación del control, y
- d) Los directores, gerentes, administradores, apoderados, asesores financieros u operadores, de intermediarios de valores.

También se presume que pueden tener información privilegiada, las personas que puedan tener acceso directo al hecho objeto de la información

- a) Los auditores externos e inspectores de cuenta del emisor, así como los socios y administradores de las sociedades de auditoría;
- b) Los socios, administradores y miembros de los consejos de clasificación de las sociedades clasificadoras de riesgo, que clasifiquen valores de emisor o a este último;
- c) Los dependientes que trabajen bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores o liquidadores del emisor o del inversionista institucional;
- d) Las personas que presten servicios de asesoría permanente o temporal al emisor;

- e) Los funcionarios públicos dependientes de las instituciones que fiscalicen a emisores de valores de oferta pública o a fondos autorizados por ley, y
- f) Los cónyuges o parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, de las personas señaladas en la letra a) del inciso primero

Lo anterior sugiere personas que pudieran tener acceso a información privilegiada, pero no existe una definición clara de información privilegiada, capaz de culpar a aquellas personas que puedan hacer uso indebido de ésta. La ley 18.045 establece por información privilegiada cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ellos emitidos, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos, como asimismo, la información reservada a que se refiere el artículo 10 de esta ley.³⁰

También se entenderá por información privilegiada, la que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores. Por lo que se puede apreciar, la ley deja un margen importante para la interpretación y es por lo mismo que si se encausa o no como información privilegiada dependerá de las partes, y en como puedan manejarlo desde el punto de la habilidad de los abogados. Por lo mismo es que mediante MK2 se buscó ingresar modificaciones a la ley en la regulación de información privilegiada, pero no llegaron a puerto.

Hoy en día se esta tratando de hacer modificaciones mediante la moción realizada por los senadores Carlos Ominami y Pedro Muñoz Aburto que regula el uso de información privilegiada en los directorios de empresa, el proyecto fue aprobado por una unanimidad en el congreso, y actualmente se esta discutiendo su articulado. Uno de los aspectos principales de discusión, y en los que ha hecho hincapié la Superintendencia, es que los plazos son diferentes si se considera información privilegiada a los estados financieros, que si se trata de eventos

³⁰ En este artículo se entiende por información reservada aquella que debe ser proporcionada por las empresas enlistadas en el registro de valores, a la Superintendencia de Valores y al público en general, con la misma periodicidad, publicidad y en la forma que se exige de estas.

como las fusiones de empresas. La moción consta de un artículo único que se incorpora al inciso final del artículo 164 de la Ley de mercado de valores (Ley 18.045), para señalar: “Tratándose de los estados financieros, para los efectos de lo dispuesto en los artículos siguientes, éstos tendrán siempre el carácter de información privilegiada hasta treinta días después que hayan sido entregados a la Superintendencia de Valores y Seguros”.

Ahora volvamos a lo que planteaba Mk2, para que podamos averiguar cuáles fueron las causas de no haberse introducido las modificaciones en información privilegiada en la ley que se aprobó en Junio de 2007, y poder discernir sobre los motivos políticos tras esta decisión del poder legislativo.

3.3 Información privilegiada en Mk2

En el proyecto entregado por el ejecutivo a la cámara, se explicitaba la presunción de acceso a la información privilegiada respecto de aquellas personas que hayan generado la información. Además se extiende el plazo de prescripción de la acción para demandar en perjuicio a cuatro años. El proyecto de ley aprobado por el senado, no hace alusión alguna a cambios en el título XXI de la ley de mercado de valores, por lo tanto no existen cambios en los artículos 164, 165, 166, 167, 168, 169, 170, 171 y 172. Sin embargo en el proyecto de ley enviado por el ejecutivo, sí se introducían modificaciones en estos aspectos. Por lo mismo es interesante ver el tema político, de por qué tal modificación, cuál fue el *trade-off* en que se incurrió.

Analizando la historia de la ley, encontramos que la primera discusión entorno a lo que proponía la ley, fue hecha por la fundación Jaime Guzmán, donde se hacen observaciones en como se viene regulando el tema de la información privilegiada en la ley de valores. Además observa que la “forma en que viene redactado el proyecto hace extensiva la presunción sobre información privilegiada hasta ámbitos que son bastante discutibles”. Otro aspecto importante es que en el documento redactado por la comisión de hacienda del senado, donde se aprobaron las siguientes modificaciones, “aumentar de uno a cuatro el plazo de preinscripción de la acción indemnizatoria por divulgación de información privilegiada, igualándolo al que establece el Código Civil para toda acción civil derivada de la comisión de un delito.” Esto se basa que la ampliación del plazo de prescripción se justifica porque la mayoría de las veces la

evidencia de que ocurrió un delito de información privilegiada, estipulado en la ley de Mercado de Valores, se conoce bastante después de haber ocurrido el hecho, por lo tanto el plazo de un año constituye un rango que prácticamente logrará la impunidad para los culpables. A nuestro parecer estas reformas, no van al centro del asunto, que consiste en explicitar lo que se entiende por información privilegiada, sin embargo ayudan mucho en la fiscalización por parte de la Superintendencia de Valores y Seguros, porque permite realizar una investigación acuciosa de los hechos.

En tema de gobiernos corporativos expuesto por la comisión de Hacienda, en el segundo trámite de la ley MK2, y en especial el punto cuatro, discute el tema de información privilegiada. Aquí se avanza en herramientas que faciliten la persecución del uso de información privilegiada, clarificando las presunciones (ya no se refieren a personas que tienen acceso a esta información, sino a quienes la poseen). Se crean mecanismos para que esta información sea divulgada en forma expedita; como referencia, en una empresa, el que posee la información debe transmitirla inmediatamente al gerente general, y este será quien decidirá si se difunde o no. Además se obliga a ciertas personas relacionadas con la empresa (*insiders*), a informar previamente si compran o venden valores de la compañía y, en caso de no hacerlo se les obliga devolver la ganancia generada o pérdida evitada, producto del conocimiento de dicha información, todo esto en un lapso de 180 días, esta norma es conocida como “*swing out profit rule*”. Esta medida no sólo evita el uso de información privilegiada, sino que también permite reducir las asimetrías de información que se generan en el mercado.

Una situación interesante en la discusión, es la posición de la senadora de la unión demócrata independiente Evelyn Matthei, quien consideró expropiatorio privar de todas las ganancias obtenidas dentro de 180 días, aunque provengan de circunstancias distintas al uso de información privilegiada. Si bien puede ser expropiatorio, la medida es una regla clara para aquellas personas que hayan hecho uso de la *inside information*.

3.3.1 Informe de la comisión de hacienda

Otro aspecto importante que sale resumido en el informe presentando por la comisión de hacienda, son los cambios que se proponen.

- Se agrega el número 16 al artículo 94 de la ley 18.045.

“16. Fiscalizar el cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 165 de la ley N° 18.045, en relación con las Administradoras y sus directores, gerentes, ejecutivos principales, administradores y los cónyuges o parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad de aquellos, respecto de la información privilegiada a que se refiere el inciso segundo del artículo 164 de la ley N° 18.045 relacionada con las decisiones de inversión de los Fondos de Pensiones.”

- En el artículo 151, elimínense los incisos primero y segundo e intercálase el siguiente inciso final, nuevo:

“Constituye infracción a esta ley la violación a cualquiera de las obligaciones establecidas en el artículo 165 de la ley N° 18.045, efectuada por parte de una Administradora o sus trabajadores, directores, administradores, y los cónyuges o parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad de aquellos, respecto de la información privilegiada a que se refiere el inciso segundo del artículo 164 de la ley N° 18.045 relacionada con las decisiones de inversión de los Fondos de Pensiones.”

- Reemplácese el inciso segundo del artículo 164, por el siguiente, nuevo:

“También se entenderá por información privilegiada la que se tiene de las decisiones de inversión de un inversionista institucional sobre valores, en forma directa o por medio de actos jurídicos referidos a tales valores.”

- Modifícase el artículo 165, de la siguiente forma:

- i) Reemplácese los actuales incisos primero y segundo por el siguiente, nuevo:

“Cualquier persona que posea información privilegiada deberá guardar estricta reserva y no podrá utilizarla o valerse de ella en beneficio propio o ajeno, a menos que, en forma previa, haya sido debidamente difundida o comunicada. Asimismo, se prohíbe recomendar la adquisición o enajenación de los valores correspondientes o cualquier tipo de operación de las precedentes indicadas.”

- ii) En el inciso final, reemplácese la palabra “segundo” por “primero”, reemplazar el actual numeral 11), que ha pasado a ser 17), por el siguiente:

“Artículo 166. Se presume que poseen información privilegiada, las siguientes personas:

- a) Los directores, gerentes, administradores y liquidadores del emisor o del inversionista institucional, en su caso;

- b) Las personas indicadas en la letra a) precedente, que se desempeñen en una sociedad que tenga la calidad de matriz o coligante, controlador de la emisora de que se trate, o del inversionista institucional, en su caso;
- c) Las personas controladoras o sus representantes
- d) Los directores, gerentes, administradores, apoderados, asesores financieros u operadores, de intermediarios de valores, respecto de la información del inciso segundo del artículo 164;
- e) Los ejecutivos principales y dependientes de las empresas de auditoría externa del emisor o del inversionista institucional, en su caso, que conduzcan o participen de la auditoría externa correspondiente y sus socios principales;
- f) Los socios, los miembros de un consejo de clasificación, los ejecutivos principales y los dependientes de las sociedades clasificadoras de riesgo, que conduzcan o participen en una clasificación de valores del emisor o de este último;
- g) Las personas que presten servicios de asesoría permanente o temporal al emisor, y
- h) Los funcionarios públicos dependientes de las instituciones que fiscalicen a emisores de valores de oferta pública o a fondos autorizados por ley y de las instituciones indicadas en el artículo 255 respecto de las entidades bajo sus actividades de fiscalización.
- i) Reemplazar en el actual numeral 13), que ha pasado a ser 19), en la primera y en la segunda oración la expresión “solicitar la apertura de” por “abrir” y suprimase la coma (,) entre las expresiones “valores” y “en”.

Sin lugar a dudas, la ley establecía una serie de cambios con respecto a la ley de valores del año 1980. Pero el punto en cuestión es qué tan radicales eran los cambios propuestos, y cuáles son los intereses de los grupos que no permitieron que se aprueben éstos. Ya vimos que un punto que causó discusión fue el tema de que aquellas personas que hicieran uso de la información privilegiada devolvieran sus ganancias, ya sea por ganancias generadas o pérdidas evitadas. Por lo mismo es interesante seguir desglosando la historia de Mk2 con respecto a información privilegiada, para llegar a dar con algún resultado que sea consistente con los intereses de este trabajo.

3.2.2 Temas debatibles, los argumentos.

Demandas por uso de información privilegiada, la ampliación del plazo de 1 a 4 años, permite equiparar los plazos con los del código de comercio, teniendo en consideración que en la materia no existe la institución de la interrupción de la prescripción.

- Senadora Matthei: “manifestó su disconformidad con un plazo demasiado amplio para iniciar acciones, porque ello podría prestarse, por ejemplo, para usos políticos. Estimó preferible consagrar la interrupción de la prescripción.
- Senador García: “consideró que un plazo de 4 años podría provocar falta de certeza jurídica, factor inconveniente en los mercados de capital, razón por que se abstuvo en la votación del numeral 11) de la indicación sustitutiva.

El numeral 11) del artículo 7° (modifica la ley de valores) fue aprobado con los votos de los senadores Escalona, Ominami y Sabag y la abstención del senador García.

Sin embargo el proyecto (Mk2) se separó en dos, con el objetivo de lograr mayor aceptación por parte de las partes. El desglose dio forma a la ley de Mk2 aprobada por el senado y otra iniciativa atinente a los gobiernos corporativos, en las cuales quedaron incorporadas las disposiciones sobre información privilegiada. Este último proyecto, desglosado de la ley de mercado de capitales dos, fue votado por la sala del senado sin obtener el quórum requerido para su aprobación, por lo que las materias que incorporaba solo podrán ser vistas hasta un año más (Marzo de 2008). Este último es el proyecto de gobiernos corporativos que se está discutiendo actualmente en el Senado.

De la discusión en sala del día 16 de Enero de 2007, se pueden extraer las siguientes conclusiones de las intervenciones de los senadores; Ominami, García y Novoa. En primer lugar que “no resulta lógico aprobar un proyecto que apunta al fortalecimiento del mercado de capitales, a una mayor seguridad, sin entregar una señal clara de nuestra voluntad”³¹ (los políticos). En segundo lugar, que “si la materia (gobiernos corporativos) tenía tal prioridad y trascendencia, lo lógico habría sido que el Gobierno la hubiese presentado tal urgencia durante la tramitación, y no se hizo”³². Esto nos hace pensar, que no se le dio suficiente importancia al tema de *inside information* por parte del gobierno, no se hicieron las indicaciones oportunas

³¹ Palabras del senador Carlos Ominami

³² Palabras del senador José García

con tal de que el proyecto viera la luz. Y en tercer lugar que “la Concertación no dio los votos para aprobar en general el proyecto de gobiernos corporativos. Dicho proyecto consigna reglamentación, no sólo sobre el manejo corporativo de las sociedades anónimas, sino que también –y muy especialmente- sobre el de las empresas del Estado, en las cuales se cometen muchas irregularidades, sin que sobre el particular contemos con resoluciones de la Superintendencia o mecanismos de control”³³. Lo único realmente claro es que el rechazo de la ley fue una mala jugada política por parte del gobierno y que además los mismos senadores de la concertación no votaron el proyecto, este es un claro mensaje de que hay intereses de grupos, y no un color político en la votación de las leyes. Por lo mismo al momento de llevar las leyes, hay que ser claros en cuales son estos grupos de poder que son representados por los senadores, en el caso particular de información privilegiada, hay que ver quienes serían los que podrían oponerse.

A nuestro parecer, más que un problema de lo que regula la información privilegiada, es un problema del “paquete” en el que esta encasillado, los gobiernos corporativos.

3.4. Información privilegiada y operaciones con parte relacionadas.

Otro tema interesante en el aspecto de gobiernos corporativos, es su relación con operaciones con parte relacionadas. Para esto queremos mostrar, que en el proyecto de ley de MK2 había dos puntos en la ley que hacían especial alusión a esto. En el tema de gobiernos corporativos, y en especial en el enunciado de conflictos de intereses, el punto 1 agrega como operaciones con partes relacionadas a³⁴:

- i. aquellas que se pretendan celebrar con accionistas capaces de elegir algún director.
- ii. aquellas con personas “afines” a estos accionistas, a la alta gerencia, a los directores o a los ejecutivos principales.

Lo que se propone mediante este cambio, es que estas operaciones basadas en “afinidad” son definidas mediante lo que determine el comité de directores en atención a las directrices que

³³ Palabras del senador Jovino Novoa

³⁴ Ministerio de Hacienda de Chile, Discusión de la ley de Mercado de capitales 2.

establezcan los estatutos de la sociedad y a falta de éstos, el comité deberá atender a la existencia de notorios vínculos profesionales, comerciales, financieros, crediticios o de otra índole. Por otra parte el punto 2, establece un procedimiento para la aprobación de aquellas operaciones con parte relacionadas que sea de montos relevantes y no habituales:

- i. aprobación en directorio con abstención de los directores relacionados.
- ii. el 5% de los accionistas puede solicitar aprobación en Junta de Accionistas para que la aprueben la mayoría de los accionistas no vinculados a los relacionados. Si ellos rechazan, se requiere aprobación en junta por 2/3 para que la operación se lleve a cabo.

De esta manera, la transacción se ajustó en términos del mercado, por lo que en caso de que haya algún juicio, la responsabilidad cae sobre la parte relacionada. Permitiendo regular y limitar la apropiación de oportunidades comerciales de la compañía por parte de los accionistas: ningún accionista podrá utilizar para sí las oportunidades comerciales de la sociedad, salvo que el directorio de ésta la rechace previamente con la abstención del director con interés. En la regulación vigente, esto no está claramente definido. En el artículo 44 de la ley de sociedades anónimas se menciona que se celebraran operaciones con parte relacionadas, sólo si los directores están de acuerdo con dicha postura y se ajusten a condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado. Sin embargo no hay punto alguno en este artículo, de que en el caso de que existiese algún problema en la operación, qué parte asume la responsabilidad.

Como podemos apreciar, el tema de operaciones con partes relacionadas, se trata por las autoridades como un apartado dentro de lo que son los gobiernos corporativos de las empresas privadas y en especial, en lo que son los conflictos de intereses. Esto último tiene que ver de forma muy directa, con el tópico de información privilegiada. Ya que al hacer uso de información privilegiada, se esta favoreciendo a los intereses propios en desmedro del mercado, en cual no posee la información, y también perjudicando al accionista minoritario que es el que se ve mas afectado con la utilización de dicha información al igual que en las operaciones con partes relacionadas.

4. CAPÍTULO IV

PROCESO DE FORMACIÓN DE POLÍTICAS PÚBLICAS

El proceso de formulación de políticas es un juego dinámico entre actores que interactúan en lo que podrían llamarse escenarios. Algunos actores son formales, como los partidos políticos, los presidentes, el gabinete, la legislatura, los tribunales y la burocracia, y sus funciones en la formulación de políticas están asignadas formalmente por la Constitución. Otros actores son informales, como los movimientos sociales, las empresas y los medios de comunicación. No tienen ninguna función formal, pero en muchas ocasiones han resultado ser agentes poderosos³⁵.

Las funciones que desempeñen los actores, y las interacciones entre los mismos estarán definidas por factores subyacentes y por el comportamiento que se espere de los actores, y también de las características de los escenarios que encuentren. Donde algunos escenarios serán de índole formal y otros no tanto, algunos serán mas transparentes y otros menos transparentes, por lo tanto el papel que desempeñe cada actor en el proceso de formación de políticas publicas debe analizarse con suma cautela.

4.1 Los actores formales del proceso de formación de políticas públicas; partidos políticos, la legislatura y el presidente.

Para poder analizar este apartado, es interesante ver la relación existente entre dos actores protagónicos, el presidente y el poder legislativo, ya que ellos libran la lucha en uno de los escenarios más importantes del proceso de formación de políticas públicas, el Senado. En la gran mayoría de las economías Latinoamericanas, han sido los presidentes quienes han llevado la batuta en la reformas implementadas, por eso es importante preguntarse, ¿Cuál es la capacidad real para que sean llevadas a cabo los programas implementados por el gobierno? (En nuestro caso particular, las leyes implementadas al mercado de capitales) La respuesta a esta pregunta, se puede llevar desde dos prismas:

³⁵ Banco Interamericano de Desarrollo, La política de las políticas públicas, 2006.

Primero, desde democracias presidenciales, en este escenario, una de las claves es la proporción de escaños que controle el oficialismo. Si el presidente controla, un mayor porcentaje de escaños, le será más fácil gobernar, bajo el supuesto que pueda mantener el apoyo de sus legisladores (la evidencia mostrada por nosotros, nos dice que esto no siempre se da). El otro caso, sería que el presidente no controle la legislatura, en este escenario un mecanismo para llevar a cabo sus programas, es la formación de coaliciones, formándose coaliciones diferentes para diferentes medidas de política. La principal moneda de cambio, es la recompensa, ya sea por medio de un nombramiento en algún cargo público, concesiones de políticas o cambios que beneficien a las jurisdicciones del legislador, proyectos de inversión, transferencias presupuestarias, etc.

Otro actor fundamental, en el proceso de formación de políticas públicas son los partidos políticos. Estos desempeñan un papel clave en la formación de los gobiernos, en la organización legislativa, y en las preferencias de los ciudadanos. Por lo tanto el PFP, (Proceso de Formación de Políticas Públicas) esta influenciado de forma directa e indirectamente, por la organización que tengan los partidos políticos. Las características que tenga el sistema de partidos, es un tema de gran relevancia, debido a la interacción que tienen estos con otros actores, como el presidente, el poder legislativo y judicial.

4.2 Actores civiles del proceso de formación de políticas públicas

En el PFP existen otros actores secundarios, provenientes de los escenarios informales que suelen ser muy importantes durante el proceso, a pesar de que constitucionalmente no se les tenga asignado tal carácter. Dentro de estos actores secundarios están: la Iglesia, las empresas, las fuerzas armadas, los gobiernos extranjeros, los organismos extranjeros y los organismos de la sociedad civil (sindicatos, entre otros). Sin embargo, en este trabajo vamos a ver el impacto de solo 3 de estos actores, que son las empresas, sindicatos y aquellos actores del conocimiento.

- Las empresas tiene fuertes intereses, en el proceso de formulación de políticas, además de todos los grupos sociales, son las que disponen de más recursos para conseguir que se cumplan sus requerimientos. Otro aspecto que influye en su favor es el entorno

democrático, donde las empresas contribuyen a grupos de presión, campañas electorales, redes de contactos personales y políticos.

La manera en como la empresa influya en el proceso, afectará la característica de la política pública de diferentes maneras. Ya que pudieran existir sobornos a políticos corruptos, o en otro escenario servir como base de apoyo para reformas indispensables, permitiendo el crecimiento económico y la competitividad. Los tipos de oportunidades que tengan las empresas para influir, estará condicionado por las características del sistema político. Pudiendo los líderes políticos crear o cerrar oportunidades de intervención, mediante el nombramiento de empresarios para ocupar cargos en el gobierno o asignar a asociaciones un rol fundamental en la formulación de las políticas públicas, promoviendo el desarrollo. Este mecanismo de ayuda conjunta, permite que el Estado y la sociedad puedan incidir en la calidad de las políticas públicas.

- Los sindicatos en Latinoamérica siempre han tenido un carácter determinante en el PFP, sin embargo su influencia ha ido declinando en los últimos 20 años. Pero esto no quiere decir que haya desaparecido su poder, ya que es cosa de ver el último paro del servicio público (Noviembre de 2008), que terminó con un reajuste de 10% para todos los personeros públicos, independiente del rango de sueldos que perciban.

El grado de poder que tengan en la negociación, dependerá de manera directa en la relación que posean con los partidos políticos y otros actores sociales, y la capacidad de acción colectiva que tenga el sector público, en otras palabras el grado de movilización y el impacto que esto tenga.

- El grado de efectividad que tengan las políticas públicas, dependerán en gran medida del conocimiento técnico en su elaboración. En este aspecto diversos peritos, o actores del conocimiento pueden producir un desarrollo mayor en el debate de la agenda pública, fortalecer la ejecución de las políticas y darle un seguimiento mediante la mejora de los conocimientos. Por lo tanto los actores del conocimiento sirven de enlace entre conocimiento y política

En Chile la gran mayoría de estos actores del conocimiento son centros de estudios, como Libertad y Desarrollo, la fundación Jaime Guzmán, el CEP (centro de estudios públicos), entre otros y son actores claves en la formulación conjunta de las políticas públicas. Pero un tema

importante es qué tan profesionalizados están estos organismos, y cuál es su relación con los partidos políticos, porque esto los podría llevar a un sesgo en su intermediación.

4.3 Claves para que una política pública tenga efecto

Hay seis características claves en el desarrollo de una política exitosa, que son: estabilidad, adaptabilidad, coordinación y coherencia, calidad de la implementación y de la efectiva aplicación, orientación al interés público y por último eficiencia³⁶.

1. Estabilidad: se refiere a que políticas estables pueden variar frente a shocks económicos, pero que no varíen frente a cambios de índole política.
2. Adaptabilidad: es necesario que los países adapten sus políticas, como respuesta a cambios en las condiciones económicas, y si no están dando resultados sean capaces de modificarlas. Lo anterior puede generar discrecionalidad, que puede ser mal vista desde el plano político, y que puede incidir en que los actores políticos no cooperen.
3. Coordinación y coherencia: Como las políticas son el resultado de las acciones emprendidas por los distintos actores, es necesario que los actores que actúan en el mismo ámbito de políticas deberían coordinar sus acciones, de manera de generar políticas coherentes.
4. Calidad de la implementación y de la efectiva aplicación: es necesario que las políticas, no sólo se queden en buenas ideas, sino que sean implementadas y aplicadas de manera efectiva. Esto último dependerá de si existen burocracias capaces de frenar los proyectos o no.
5. Orientación al interés público: esto se refiere al grado en que las políticas promueven el bienestar general y se asemejan a los bienes públicos, o sea en que medida los proyectos atienden a satisfacer una necesidad general y no una particular, o de unos cuantos.
6. Eficiencia: es necesario que las políticas vayan enfocadas en la capacidad que tiene el Estado para asignar los escasos recursos, en aquellas actividades que obtengan un rendimiento mayor, va en directa relación en utilizar de la mejor manera posible los recursos que se tienen. Estas claves de la generación de

³⁶ Banco Interamericano de Desarrollo, La política de las políticas públicas, 2006.

políticas públicas, las podemos extrapolar en la concepción de leyes que cumplan con estas características, porque de esta forma serán capaces de ser validadas (consenso), y podrán cumplir con sus objetivos, en nuestro caso especial, fomentar al crecimiento de Chile.

4.4. Incentivos para la aprobación de leyes

La consecución de las leyes es un proceso largo, esto queda de manifiesto en la duración de la tramitación en el congreso (MK2 estuvo cerca de 4 años, Julio de 2003 hasta Junio de 2007). Por lo mismo, al momento de la negociación, ejecutivo-parlamento, es muy importante generar los incentivos para que el proyecto pueda salir a flote. La historia reciente ha demostrado que a pesar de la factibilidad, y las buenas propiedades de un proyecto, siempre existirán trabas. Pudiendo ser estas de carácter técnico, por conflicto de intereses, representados por grupos de poder, o por el simple hecho de que existen dos frentes, uno gobernando y otro fuera del poder. Donde ambos quieren acceder a gobernar.

Esto nos lleva a pensar que un buen modelo para plantear de forma simple esta “lucha”, es el modelo de teoría de juegos. Ya que en la economía política siempre existirá un jugador que moverá primero, otro jugador 2, moverá viendo lo hecho por el jugador 1. Por lo tanto, si el jugador uno hizo una mala estrategia, el jugador dos ganará, porque cumplirá con sus objetivos, quitándole beneficios al jugador 1. Referido a la materia que estamos discutiendo, sería entrapar la ley. Por lo mismo, tal como en la teoría de juegos, para la promulgación de una ley es muy importante tratar de medir en el set de alternativas y las preferencias del jugador 2, de manera de lograr el equilibrio múltiple, donde ambos frentes se vean beneficiados..

En ningún caso, estamos aludiendo a que el jugador 1 es el ejecutivo, y el jugador 2 es la oposición, ya que mediante la revisión de MK2 podemos constatar que más que un conflicto entre el ejecutivo y la oposición, es un conflicto entre grupos de interés, por lo tanto al momento de hacer los análisis se debe ser consciente de tal punto. Por lo tanto, tal como vimos en los puntos anteriores, para generar consenso, es necesario cumplir con las claves estipuladas

en el PFP³⁷, y en gran medida con la coordinación y coherencia, ya que trabajando de esta manera, e invitando a los distintos actores (primarios y secundarios) a la discusión, no deberían existir grandes trabas, que fue lo que sucedió con la ley de Mercado de capitales dos, y que es lo que se esta tratando de hacer con la nueva ley al mercado de capitales. (Mk3)

³⁷ En el anexo se muestra un diagrama donde se ve el esquema del proceso de formación de políticas públicas. Cuadro N°3

5. CAPÍTULO V CONCLUSIONES

A lo largo del trabajo fuimos dilucidando cuáles son las principales trabas que enfrentan las leyes que intentan reformar el mercado de capitales en Chile. Estas trabas no sólo las enfrentan este tipo de reformas, sino que toda reforma que choque contra los intereses de las partes que deben legislar frente al tema. En nuestro caso particular, pudimos apreciar que los gobiernos corporativos -a pesar de ser calificados por la gran mayoría como un tema necesario en el Chile actual- fueron votados de manera intermitente en el senado. Por ejemplo, el proyecto de ley que regulaba gobiernos corporativos de empresas públicas y privadas que se desprendió de MK2, no obtuvo el quórum necesario para legislar, la votación fue de veinte y tres votos a favor, ocho en contra y una abstención. Lo realmente interesante es que de aquellos que votaron en contra, no existía ningún personero de la oposición. Y donde las justificaciones para votar en contra fueron que no conocían mucho acerca del proyecto y que tampoco conocían la postura del gobierno entrante³⁸.

Como podemos apreciar, la primera gran creencia que se derrumba con esta votación particular, es que la oposición será la que pondrá las trabas, en el caso analizado esto no se da. Otro punto importante, es qué tan válidas son las justificaciones para votar en contra del proyecto, ya que este fue un proyecto que se estuvo analizando por tres años y medio en el congreso, por lo tanto suena incomprensible que los senadores no tuvieran conocimiento de la ley.

También encontramos un contraste interesante entre la tramitación de la ley de OPAS y MK2. La primera tuvo una larga discusión en el congreso pero logró aprobarse sin perder el objetivo principal de esta ley, por lo que desprendemos que los intereses de todos los sectores se alinearon bajo una misma necesidad. La segunda en cambio sólo se logró aprobar parte de ella después de muchos años de discusión y después de que el nuevo gobierno reformara prácticamente todo el texto y retirara proyectos identificados como “conflictivos”. Esta es una clara evidencia de que cuando los intereses de algunos sectores se contraponen existirá un

³⁸ La votación fue realizada el 7 de Marzo de 2006.

ganador y un perdedor después de la resolución. La hipótesis que manejamos acerca del por qué MK2 se estancó era que prácticamente pretendía reformar todos los sectores del mercado de capitales, reformaba muchos cuerpos legales y era muy compleja de asimilar en su totalidad. La evidencia mostrada respalda dicha hipótesis, la parte de gobiernos corporativos se desprendió en un nuevo proyecto que fracasó, por ende se perdió esa parte y no se ha logrado avanzar prácticamente nada desde la ley de OPAS. Además el nuevo gobierno tuvo que reformar el texto, sacar artículos, independizar reformas en proyectos más pequeños (como el caso de los gobiernos corporativos de CODELCO) para que de a poco se fuese avanzando en estos temas. Por ende, podemos rescatar de este proyecto que muchas veces puede resultar más fructífero realizar pequeñas reformas al mercado de capitales, con objetivos puntuales y que no generen reacciones adversas de muchos sectores, ya que el proceso político implica coordinarlos a todos, y mientras menos sean los sectores afectados, mayor será la posibilidad de sacar adelante proyectos que como vimos son necesarios para el desarrollo económico del país. La respuesta a esta pregunta se tendrá en los próximos años viendo si los proyectos en que trabaja ahora el ejecutivo con respecto a este tema llegan a buen puerto.

Otro tema importante fue la legislación en lo que se refiere a comités de auditoría, e información privilegiada. Al momento de analizar los dos temas, se planteó la hipótesis de que existen grupos de poder que influyen en la toma de decisiones por parte de los senadores. Si bien durante el análisis no existe evidencia suficiente para respaldar la hipótesis, tampoco existe evidencia para rechazar dicha hipótesis. Y uno de los aspectos que podrían influenciar de sobre manera en la legislación, es que la principal fuente de financiamiento de los partidos políticos viene de las empresas privadas. Por lo tanto, existe una clara negociación entre los partidos políticos y la empresa privada, ya que el partido querrá legislar de acuerdo con sus ideales, y la empresa querrá ver favorecido las “prestaciones” hechas a favor de los partidos políticos. Por lo tanto este “muñequeo”, deja cierto margen que puede incidir en que se legisle a favor de la empresa privada, que bajo un marco ausente de gobiernos corporativos, deja expuesto al accionista minoritario a lo que desee hacer el mayoritario.

Por último, con el objetivo de dejar encaminado al lector, es que expusimos el proceso de formación de políticas públicas, donde se muestran los actores y las claves para un buen proceso de conformación de políticas. En nuestro caso de análisis, el de las reformas al mercado de

capitales, es necesario un trabajo cohesionado (ejecutivo, legisladores y sector privado), haciendo sentirse partícipes a todos los sectores; coherente, capaz de poder solucionar los problemas existentes en el mercado de capitales, enfocándose en aquellos instrumentos de mayor demanda en el mercado (por ejemplo derivados de divisas) y adaptable, que pueda ser modificable ante cambios en la economía. Bajo esta metodología de trabajo, deberían producirse consensos de parte de todos los sectores políticos. Un punto clave en lo anterior, y que debería confirmar la teoría, es la nueva reforma al mercado de capitales o MK3. Ya que esta fue realizada invitando a todos los sectores en el debate, pero ¿Se invitó a todos los sectores?, la respuesta a esta pregunta se responderá en los años venideros, y podrá constatar si la teoría es capaz de explicar la realidad de las políticas públicas.

¿MK3 logrará el quórum requerido?, eso está por verse.

6. BIBLIOGRAFÍA

- ALCAÍNO., RODRÍGUEZ., Y SAHLI. [s.a.]. “Regulación al Mercado de Capitales”. Centro para el Gobierno de la empresa.
- AMAR, MAURICIO. 2007. “Uso de información privilegiada: La relación entre empresa y política en el debate”. Biblioteca del Congreso Nacional de Chile.
- AHUMADA, LUIS ANTONIO., Y SELAIVE, JORGE. 2007. “Desarrollo del mercado de derivados cambiarios en Chile”. Banco Central de Chile.
- BERGOENING, RAPHAEL. Año 2008. “Mercados financieros y de capitales en Chile: No a la autarquía”.
- Características del mercado bursátil chileno. 2003. Bolsa de comercio de valores, bolsa de valores.
- CLARKE DE LA CERDA, ÁLVARO. Año 2007. “Hacia una nueva institucionalidad y enfoque regulatorio, 75 propuestas de modernización”.
- Decreto de Ley N° 3.500, “Establece nuevo sistema de pensiones”. Diario Oficial, 13 de Noviembre, 1980.
- Decreto de Ley N° 3.538, “Crea la Superintendencia de Valores y Seguros”. Diario oficial, 23 de Diciembre, 1980.
- Decreto Supremo N° 587, “Sobre reglamento de las Sociedades Anónimas”. Diario oficial, 13 de Noviembre, 1982.
- DTO N° 100: “Fija el texto refundido, coordinado y sistematizado de la constitución política de la república de Chile”. Diario oficial, 22 de Septiembre, 2005.
- FERREIRO, ALEJANDRO. Julio 2003. “Reforma del mercado de capitales II: ¿El salto para emprender?”.
- FONTAINE, JUAN ANDRÉS. 2007. “Información privilegiada y conflictos de interés: regulación y autorregulación”. Jornada de reflexión “Información privilegiada en Chile”, GE CHILE, SVS, ICARE.
- FUENTE VEGA, MARCELA. Enero 2007. “OPAS, teoría y evidencia”. Seminario de título ingeniería comercial.
- Ley N° 18.045, “Ley del Mercado de Valores”. Diario oficial, 22 de Octubre, 1981.
- Ley N° 18.046, “Ley de Sociedades Anónimas”. Diario oficial, 22 de Octubre, 1981.

- Ley N° 18.603, “Ley sobre el financiamiento de los partidos políticos”. Diario oficial, 23 de Marzo, 1987.
- Ley N° 19.705, “Regula las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS) y establece régimen de gobiernos corporativos”. Diario oficial, 20 de Diciembre, 2000.
- Ley N° 19.884, “Sobre transparencia, límite y control del gasto electoral”. Diario oficial, 5 de Agosto, 2003.
- Ley N° 20.190, “Introduce adecuaciones de índole tributaria e institucional para el fomento de la industria del capital de riesgo y continúa con la modernización del mercado de capitales”. Biblioteca del congreso nacional. 5 de Junio 2007.
- HUNEEUS, CARLOS. [s.a]. “El Financiamiento de los partidos políticos y las campañas electorales en Chile”. Centro de Estudios Públicos.
- JIMÉNEZ, LUIS FELIPE. 2006. “Capital de riesgo para la innovación: lecciones de países desarrollados”, CEPAL, Naciones Unidas.
- JIMÉNEZ, LUIS FELIPE. 2007. “Capital de riesgo y mecanismos financieros de apoyo a la innovación en Brasil y Chile, CEPAL, Naciones Unidas.
- LARRAIN, CHRISTIAN. 2003. “Supervisión Financiera: lecciones del caso Inverlink”. Centro de Estudios Públicos.
- LARRAIN, GUILLERMO. 2007. “Mercado de Capitales: Desarrollos recientes y notas sobre regulación de Información privilegiada en Chile”. Superintendencia de Valores y Seguros.
- Mensaje N° 140-153: “Introduce perfeccionamientos en los regímenes de administración societarios de empresas privadas y públicas”. Julio 2005.
- Mensaje N° 563-355, “introduce perfeccionamiento a la normativa que regula los Gobiernos Corporativos”, 2007.
- MATTHEI, EVELYN. [s.a.]. “Gobiernos corporativos, modificaciones propuestas para los directores”.
- MURILLO, MARIA VICTORIA., SCARTASCINI, CARLOS. Y TOMMASI, MARIANO. 2008. “The political Economy of Productivity: Actors, Arenas, and Policies a Framework of Analysis”. Banco Interamericano de Desarrollo.
- NAVARRETE, BERNARDO. [200-]. “El financiamiento de los partidos políticos, una mirada a la teoría y a la experiencia en Latinoamérica”.

- PELLEGRINI, PEDRO. [s.a.]. “Información privilegiada: Que y Cuanto se informa, hechos esenciales”.
- PHILIPPI, YRARRÁZABAL, PULIDO Y BRUNER. [s.a.]. “Información privilegiada, análisis comparado”.
- RAINERI BERNAIN, RICARDO. Año 2000. “Ley de OPAS y gobiernos corporativos”.
- Servicio electoral de la Republica de Chile. 2008. “Guía para el donante de aportes reservados elecciones municipales 2008”.
- SOFOFA., KMPG. 2003. “Ley Sarbanes Oxley en Chile y su impacto en los Gobiernos Corporativas”.
- STEIN, ERNESTO., TOMÁIS, MARIANO., ECHEBARRÍA, KOLDO., LORA, EDUARDO., Y PAYNE, MARK. 2006. “La política de las políticas públicas”. Banco Interamericano de Desarrollo.
- Superintendencia de Valores y Seguros. 2004. “Comunicado de Prensa: SVS detalló fundamentos legales de sanciones en caso Chispas”.
- Superintendencia de Valores y Seguros. 2007. “Comunicado de Prensa: SVS hace publica formulación de cargos a director de LAN airlines S.A., Sr. Sebastián Piñera E.” detalló fundamentos legales de sanciones en caso Chispas”.
- TAGLE, GUILLERMO. Año 2007. “Mercado de capitales: Las reformas que faltan”. ICARE.
- VELASCO, ANDRÉS. 2008. “Estado de la hacienda Pública”. Ministerio de Hacienda.
- WIGODSKI, TEODORO., Y ZÚÑIGA, FRANCO. [200-]. “Gobierno Corporativo en Chile después de la ley de OPAS”. Departamento de Ingeniería, Universidad de Chile.
- WIGODSKI, TEODORO. 2008. “Caso Chispas: Lealtad debida en el directorio de una sociedad”. Departamento de Ingeniería, Universidad de Chile.

7. ANEXO

5.1 Tabla N°1

Tasa de aprobación de iniciativas legislativas propuestas por el Poder Ejecutivo

País	Porcentaje de aprobación (%)
México (1982-99)	96
Paraguay (1990-99)	83
Honduras (1990-96)	79
Brasil (1986-98)	72
Chile (1990-2000)	69
Venezuela (1959-88)	68
Perú (2001-2004)	65
Argentina (1983-2000)	64
Uruguay (1985-2000)	57
Colombia (1995-99)	51
Perú (1996-99)	50
Ecuador (1979-96)	42
Costa Rica (1986-98)	41

Fuente: Saiegh (2005).

5.2 Tabla N° 2

Concentración de propiedad de las sociedad anónimas en Chile, 1990-1998. Previo a la ley de OPAs.

Año	N° observaciones	% de propiedad	
		Mayor accionista	10 mayores
1990	125	39,26%	65,25%
1991	137	41,35%	72,59%
1992	146	40,42%	74,53%
1993	167	41,02%	73,46%
1994	178	41,79%	80,51%
1995	181	39,42%	76,07%
1996	193	41,58%	78,26%
1997	207	44,91%	79,46%
1998	212	49,81%	81,65%

Fuente: SVS

5.3 Tabla N° 3

Distribución de la propiedad para las empresas del IPSA 2008

Nombre empresa	Propiedad 10 principales accionistas	Principal accionista
ALMENDRAL	58,48%	10,64%
ANDINA-B	71,77%	24,43%
ANTARCHILE	80,60%	62,01%
BANMEDICA	74,27%	28,74%
BCI	90,58%	53,63%
BSANTANDER	95,36%	41,45%
CAP	62,04%	31,32%
CCU	85,18%	61,67%
CENCOSUD	75,46%	27,52%
CGE	53,82%	11,11%
BANCO DE CHILE	92,20%	35,35%
CMCP	69,56%	19,72%
COLBUN	70,23%	35,17%
CONCHA Y TORO	56,16%	11,60%
COPEC	74,69%	60,82%
CORPBANCA	79,55%	50,86%
CTC-A	79,67%	44,90%
D&S	71,68%	28,72%
EDELNOR	92,15%	82,34%
ENDESA	79,87%	59,98%
ENERSIS	84,34%	60,62%
ENTEL	77,58%	54,76%
FALABELLA	75,25%	19,43%
FORUS	85,84%	63,29%
GENER	90,58%	80,16%
IAM	88,75%	56,60%
IANSA	72,74%	45,13%
LA POLAR	59,66%	20,92%
LAN	73,78%	22,86%
MADECO	76,11%	40,10%
MASISA	84,00%	31,10%
MULTIFOODS	89,60%	70,81%
PARQUE ARAUCO	50,35%	13,46%
RIPLEY	90,84%	79,03%
SALFACORP	78,32%	25,05%
SIGDO KOPPERS	83,67%	12,52%
SOCOVELSA	77,35%	23,71%
SONDA	76,22%	39,44%
SQM-B	87,73%	26,76%
SUD AMERICANA DE VAPORES	64,20%	45,60%
PROMEDIO	77,01%	40,33%

Fuente: SVS

5.4 Votación en el congreso del proyecto:

“Crea el Consejo Superior de Empresas Públicas, regula las Empresas de Auditoría Externa, modifica estatuto de los directores de las sociedades anónimas, las normas de administración de las mismas y los estatutos de las empresas públicas”

Con fecha 7 de Marzo del 2006 la votación sobre el proyecto fue la siguiente:

“Votaron por la afirmativa los señores Arancibia (UDI), Boeninger (DC), Cantero (Independiente – ex RN), Cariola (UDI), Chadwick (UDI), Coloma (UDI), Espina (RN), Fernández (UDI), García (RN), Gazmuri (PS), Horvath (RN), Larraín (UDI), Matthei (UDI), Moreno (DC), Novoa (UDI), Ominami (PS), Orpis (UDI), Páez (DC), Prokurica (RN), Ríos , Romero (RN), Vásquez (P.R.S.D.) y Zaldívar (don Andrés) (DC).

Votaron por la negativa los señores Canessa (P.R.S.D), Cordero (Institucional), Frei (doña Carmen) (DC), Martínez (PS), Núñez (PS), Parra (P.R.S.D.), Silva (P.R.S.D.) y Vega (Institucional).

Se abstuvo el señor Flores (Independiente - Ex PPD).

El proyecto fue rechazado en general por no contar con los votos de quórum constitucional requerido.

5.5 Tabla N°4

Financiamiento de los partidos políticos.

Partido Político	Ingresos Totales	Cuotas Afiliados	%
Renovación Nacional	71.307.219	60.786.188	85,25%
Democracia Cristiana	159.615.637	102.519.407	64,23%
Partido por la Democracia	77.416.536	68.650.000	88,68%
Partido Radical Social Demócrata	33.881.853	30.620.000	90,37%
Unión Demócrata Independiente	68.339.304	67.042.000	98,10%
Partido Socialista de Chile	77.113.231	75.577.110	98,01%
Unión de Centro Centro Progresista	12.979.000	12.979.000	100,00%
Total \$415=1 US	500.652.780	418.173.705	83,53%

Fuente: Diario Oficial, 1996.

5.6 Cuadro N°1

GRC Insider trading index

Indices entre 0 v 8. valores más altos indican mayor grado de *insider trading*

Chile	3,6
Emergentes	4,4
OECD	3,3
EEUU	2,6

Fuente: Du y Wei, 2003.

5.7 Cuadro N°2

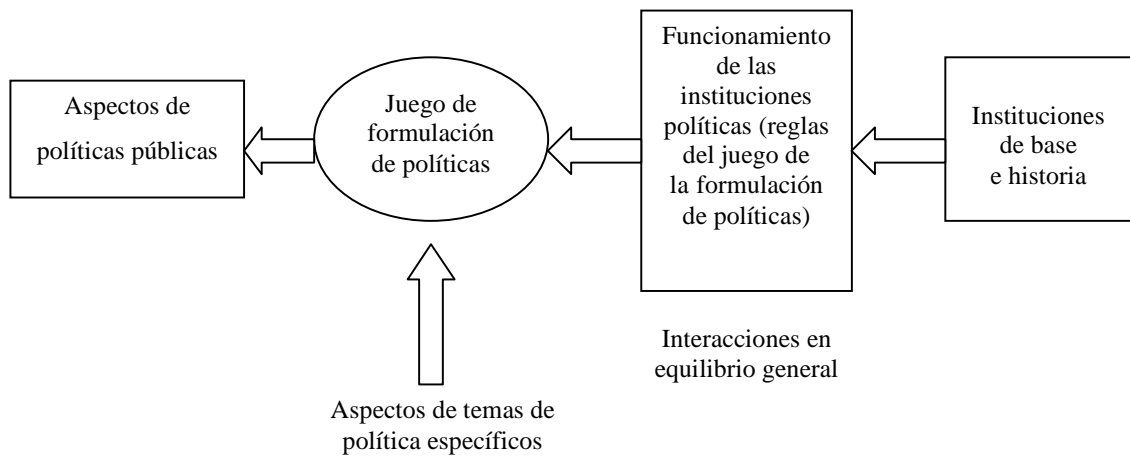
Información Privilegiada en Europa

	Quienes son	Obligaciones
<i>Insider</i> primario	Administración	Abstenerse de: <ul style="list-style-type: none"> • Comprar o vender • Revelar a terceros • Recomendar a terceros
	Accionistas	
	Profesionales, asesores, funcionarios.	
<i>Insider</i> secundario	No son primarios pero tienen información privilegiada	

Fuente: Philippi, Yrarrázabal, Bruner y Pulido Abogados

5.8 Cuadro N°3

Instituciones políticas, proceso de formulación de políticas y resultados de políticas



Fuente: Spiller y Tommasi (2003).