

# Investigaciones y Publicaciones 2013 (V)



## Gobierno Corporativo en Latinoamérica: Un Análisis Comparativo entre Brasil, Chile, Colombia y México

*Matías Zegers R-T  
Josefina Consiglio N.*



Centro de  
Gobierno Corporativo





# Gobierno Corporativo en Latinoamérica: Un Análisis Comparativo entre Brasil, Chile, Colombia y México

---

1

*Matías Zegers R-T*  
*Josefina Consiglio N.*



## ÍNDICE

<b>1. Introducción</b> .....	<i>pág. 5</i>
<b>Capítulo Primero: Gobierno Corporativo en Chile</b> .....	<i>pág. 8</i>
1.1. Características del Mercado Accionario Chileno .....	<i>pág. 8</i>
1.2. Marco Regulatorio del Gobierno Corporativo en Chile.....	<i>pág. 10</i>
1.3. Autorregulación y la Norma de Carácter General Número 341 de la SVS.....	<i>pág. 14</i>
1.4. Desafíos y Conclusiones respecto al Gobierno Corporativo en Chile .....	<i>pág. 16</i>
<b>Capítulo Segundo: Gobierno Corporativo en Brasil</b> .....	<i>pág. 17</i>
2.1. Características del Mercado Accionario Brasileiro .....	<i>pág. 17</i>
2.2. Marco Regulatorio del Gobierno Corporativo en Brasil .....	<i>pág. 18</i>
2.3. Bovespa y su Contribución a la Mejora del Gobierno Corporativo Brasileiro.....	<i>pág. 23</i>
2.4. La CVM y el Instituto Brasileiro de Governança Corporativa .....	<i>pág. 24</i>
2.5. Desafíos y Conclusiones respecto al Gobierno Corporativo en Brasil .....	<i>pág. 25</i>
<b>Capítulo Tercero: Gobierno Corporativo en México</b> .....	<i>pág. 26</i>
3.1. Características del Mercado Accionario Mexicano .....	<i>pág. 26</i>
3.2. Marco Regulatorio del Gobierno Corporativo en México .....	<i>pág. 28</i>
3.3. El Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo y la Bolsa Mexicana de Valores .....	<i>pág. 32</i>
3.4. Desafíos y Conclusiones respecto al Gobierno Corporativo en México .....	<i>pág. 34</i>
<b>Capítulo Cuarto: Gobierno Corporativo en Colombia</b> .....	<i>pág. 34</i>
4.1. Características del Mercado Accionario Colombiano .....	<i>pág. 34</i>
4.2. Marco Regulatorio del Gobierno Corporativo en Colombia.....	<i>pág. 35</i>
4.3. Código de Buenas Prácticas Corporativas .....	<i>pág. 39</i>
4.4. Desafíos y Conclusiones respecto al Gobierno Corporativo en Colombia .....	<i>pág. 41</i>
<b>Tablas</b> .....	<i>pág. 42</i>
<b>Biografías</b> .....	<i>pág. 48</i>



## INTRODUCCIÓN

Desde hace unos años los inversionistas han comenzado a invertir en empresas ubicadas en economías emergentes, especialmente luego de la creación del término BRIC (Brasil, Rusia, India y China) y de la escasez y alto costo del mercado de equity en los mercados desarrollados. Lo anterior se debe a las oportunidades de nuevos negocios que existen en dichos países, la opción que ofrecen de obtener mayores retornos de inversión y la existencia –dependiendo del lugar- de mercados de capitales más robustos en su estructura y regulación y más profundos en su existencia. Asimismo, como consecuencia de la crisis financiera internacional de los últimos años muchos inversionistas, especialmente institucionales o calificados, han buscado refugios en activos que consideran subvalorados que están basados además en actividades productivas, commodities o recursos naturales.

Dentro de las economías emergentes se encuentra Latinoamérica, en la que países como Brasil, Colombia, Chile y México han sido receptores de importantes sumas de capitales extranjeros.

La competencia por atraer nuevos inversionistas y especialmente los foráneos, se ha convertido en una materia de suma relevancia para el desarrollo de las economías emergentes. Es así como factores tales como el riesgo país, la estabilidad política y macroeconómica, la regulación económica, la capacidad de *enforcement*, los niveles de corrupción, entre otros, tienen relevancia al momento de decidir en que mercado invertir. En este contexto el Gobierno Corporativo, su desarrollo y regulación, se ha convertido en un factor relevante de análisis para los inversionistas al momento de decidir dónde invertir.

Los mercados Latinoamericanos se caracterizan por tener altamente concentrada la propiedad de sus empresas, siendo muchas de ellas controladas por un accionista mayoritario, que en ciertos casos

corresponde a conglomerados o grupos económico. Lo anterior es muy distinto a lo que ocurre en empresas estadounidenses e inglesas donde la regla general es la dispersión o atomización de la propiedad accionaria.<sup>3</sup>

Ahora bien, la naturaleza de las dificultades y problemas relacionados con Gobierno Corporativo que enfrentan los países Latinoamericanos son diversos a aquellos que afectan a los países anglosajones. Para graficar lo anterior se utilizará el “Problema de Agencia”. Tradicionalmente se ha dicho que en aquellos mercados en que la propiedad de las empresas se encuentra atomizada, donde cada uno de los accionistas es dueño de un pequeño porcentaje de acciones, no existen los incentivos necesarios para que ellos monitoreen la gestión de la administración. En este caso el problema de agencia se presenta entre los accionistas y los administradores de la sociedad -los principales y los agentes, respectivamente-, ya que sus intereses pueden diferir considerablemente. En cambio, en aquellos mercados en que la propiedad está concentrada y donde existen accionistas controladores, ellos si tienen los incentivos y los medios para monitorear la gestión de la administración, teniendo incluso la capacidad de incidir en las decisiones de ésta. Sin embargo, los accionistas minoritarios no tiene ni los medios ni los incentivos para poder realizar dicho monitoreo. Así, en estos mercados el problema de agencia se presenta entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios, quienes pueden verse afectados por los abusos que aquéllos puedan cometer y que les permitan extraer riquezas de la compañía a expensas de los minoritarios. Esto es lo que se conoce con el nombre de “Problema de Expropiación”.<sup>4</sup>

6

Estos problemas de extracción de riqueza de la sociedad, y consecuentemente la expropiación de los minoritarios existe, por ejemplo, cuando se realizan transacciones con partes relacionadas al controlador a precios o condiciones inferiores a las de mercado. Lo mismo puede ocurrir en el caso que el accionista controlador se apropie de oportunidades de negocios que corresponden a la sociedad.<sup>5</sup>

Se debe recalcar que la inadecuada protección legal de los accionistas minoritarios, incrementa el riesgo de expropiación que ellos pueden sufrir a causa de las acciones del controlador.<sup>6</sup> De acuerdo a la clasificación efectuada en el reconocido artículo de La Porta y otros, los sistemas legales, es decir, el *common law* y el sistema civil francés, y los que derivan de ellos (al transplantarse este tipo de legislaciones) se diferencian notoriamente en cuanto a la protección que otorgan a los inversionistas. Así los primeros de ellos otorgan una mayor protección legal a los inversionistas que la brindada por los segundos. Es por esto que se argumenta que la concentración de la propiedad de las empresas en dichos países puede ser una respuesta a la débil protección que la ley les otorga. Según el estudio

<sup>3</sup> Lefort, Fernando; “Ownership Structure and Corporate Governance in Latin America”, Revista Abante, Volumen 8, Número 1, pág 58, 2005.  
Oman, Charles P.; OECD Development Center, “Corporate Governance and National Development”, Working Paper Número 180 (antes Paper Técnico Número 80), pág 16, 2001.

<sup>4</sup> Oman, *op. cit.*, pág 16.

<sup>5</sup> Pfeffer Urquiaga, Francisco; “Nuevas normas sobre Gobierno Corporativo y Mayores Responsabilidades para los Directores de Sociedades Anónimas Abiertas”, Revista Chilena de Derecho, Volumen 27, Número 3, pág 487, 2000.

<sup>6</sup> Leal, Ricardo P.C, De Oliveria, Claudia L.T.; “An Evaluation of Board Practice in Brazil”, Corporate Governance, Volumen 2, Número 3, pág 24, 2002.

realizado por los autores antes mencionados, Brasil, Colombia, Chile y México tendrían un sistema legal que deriva del sistema civil francés caracterizado, como ya se dijo, por una escasa protección a los inversionistas. No obstante lo anterior, es importante señalar que en la última década – tal como se menciona en los capítulos de este artículo - se han realizado un número importante de modificaciones legales y regulatorias que han buscado corregir y evitar las consecuencias indeseadas del problema de agencia, muchas de ellas inspiradas en la legislación de los países anglosajones.

Es importante además tener presente que, además de la propiedad directa, existen diferentes mecanismos para controlar la propiedad de una empresa. Algunos de ellos son las estructuras de propiedad piramidales, diferentes clases de acciones con diferencias en el derecho a voto, la propiedad cruzada de acciones, entre otros. Las estructuras piramidales son una forma de organizar un conjunto de sociedades, en las que las sociedades ubicadas “aguas arriba” van controlando indirectamente, por medio de otras sociedades las ubicadas “aguas abajo”. Los diferentes tipos de mecanismos para ejercer el control, funcionan porque permiten que los derechos económicos y los políticos de los accionistas de una sociedad no sean los mismos, por cuanto el capital invertido es sustancialmente inferior a los derechos políticos a los que se accede gracias a esa inversión. Estos mecanismos son comúnmente empleados en Latinoamérica. Por ejemplo las diferentes clases acciones, con derecho a voto distinto, es habitualmente utilizado en Brasil y México, y en menor medida en Chile.<sup>7</sup> En cambio en este país y en Colombia las estructuras piramidales son el mecanismo más utilizado para controlar una sociedad.

Dada su importancia, la preocupación por el Gobierno Corporativo ha aumentado drásticamente los últimos años. Varios autores atribuyen este hecho a los escándalos ocurridos en Estados Unidos, como el caso Enron, y la posterior dictación de la *Sarbane Oxley Act* el año 2002.

Uno de los grandes promotores del Gobierno Corporativo a nivel mundial ha sido la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (“**OECD**”), que en el año 1999 dictó los primeros principios sobre Gobierno Corporativo, los cuales fueron modificados en el año 2004, y que han servido de base para que los países creen sus normativas y regulaciones sobre este tema. Con relación a Latinoamérica no se puede dejar de mencionar la contribución realizada por la misma OECD mediante el denominado *White Paper*, el que utilizando los principios antes mencionados analiza el estado del Gobierno Corporativo Latinoamericano y sus principales características.

El tratamiento y desarrollo del Gobierno Corporativo en Latinoamérica se ha realizado por medio de diferentes mecanismos y actores. En algunos países se ha hecho mediante leyes o regulación proveniente de organismos del Estado. Ahora bien, cambiar la legislación de un país, puede ser un proceso lento, difícil, y que no siempre logra los objetivos propuestos, por razones fundamentalmente políticas. Es así como muchos de los proyectos de ley que ingresan a los diversos organismos legislativos no siempre terminan en la promulgación de una ley, o bien, son muy distintos en su contenido a los proyectos iniciales.

<sup>7</sup> Nenova, Tatiana; “*The Value of Corporate Voting Rights and Control*”, *Journal of Financial Economics*, Volumen 68, pág 327, 2003.

Ante tal escenario, entidades distintas a las gubernamentales han tomado el desafío de crear, a través de mecanismos diferentes a las leyes, y principalmente a través de la autorregulación de los actores del mercado de valores, las normas aplicables al Gobierno Corporativo. Ejemplo de lo anterior es el caso de Brasil, en el que la *Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros de São Paulo* implementó sistemas de contratos voluntarios con las empresas listadas en ella, permitido mejorar los estándares de Gobierno Corporativo.<sup>8</sup> En Colombia, el desarrollo del Gobierno Corporativo tampoco se asocia únicamente a la implementación de una nueva legislación. En este caso ha sido de suma relevancia la participación de entidades privadas quienes han promovido la implementación de Códigos de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, siguiendo el ejemplo de lo propuesto por el conocido Informe Cadbury.

Este artículo trata principalmente del marco regulatorio del Gobierno Corporativo para empresas listadas en Bolsa en cuatro países de Latinoamérica, que son: Brasil, Colombia, Chile y México. Cada uno de estos países es tratado por separado en un capítulo, y cada capítulo contiene una breve descripción del mercado de capitales, las principales normas y regulaciones que conforman el marco normativo del Gobierno Corporativo, las características de éstos y finalmente los desafíos y conclusiones que en cada uno de ellos se perciben.

## CAPÍTULO PRIMERO: GOBIERNO CORPORATIVO EN CHILE

### 1.1 Características del Mercado Accionario Chileno

Tal como ocurre en la mayoría de los mercados latinoamericanos, las sociedades chilenas se caracterizan porque su propiedad se encuentra habitualmente concentrada en un accionista controlador, que generalmente corresponde a un grupo de empresas relacionadas con intereses en un gran número de compañías que operan en diversos sectores de la economía nacional.<sup>9</sup>

Así, “el mayor accionista de las empresas no financieras listadas en bolsa posee en promedio el 55% de la acciones, mientras que los 5 mayores accionistas suman el 80% del total de acciones”.<sup>10</sup> Sin embargo, estudios recientes realizados por este Centro de Gobierno Corporativo muestran una atomización creciente en el mercado chileno, a tasas significativas, producto fundamentalmente del traspaso de propiedad de una generación de accionistas a otra, lo que ha motivado que las nuevas generaciones opten por tener mayor liquidez para inversiones propias vendiendo algunos paquetes accionarios.<sup>11</sup>

<sup>8</sup> Da Silveira, Alexandre di Miceli, Leal, Ricardo Pereira Câmara, Carvalhal Da Silva, Andre, Barros, Lucas Ayres; “*Endogeneity of Brazilian Corporate Governance Quality Determinants*”, *Corporate Governance*, Volumen 10, Número 2, pág 199, 2010.

<sup>9</sup> Agostin, Manuel, Pasten, Ernesto; “*Corporate Governance in Chile*”, Documentos de Trabajo, Número 209, Banco Central de Chile, págs 2 y 3, 2003.

<sup>10</sup> Lefort, Fernando; “*Hacia un mejor Gobierno Corporativo en Chile*”, Dirección de Asuntos Públicos, Vicerrectoría de Comunicaciones y Asuntos Públicos, Pontificia Universidad Católica de Chile, Año 3, Número 23, pág 3, 2008.

<sup>11</sup> Centro de Gobierno Corporativo UC (en adelante “CGCUC”); “*Estudio sobre Concentración de Propiedad en el Mercado Chileno 2011-2013*”, 2013, Documento no publicado, en archivo de los autores.

La estructura de los grupos económicos chilenos es bastante sencilla, siendo la forma más utilizada para asegurar el control de las sociedades las estructuras piramidales, la cual permite separar los derechos económicos de los derechos políticos, incluyendo el derecho a voto. También se emplean, pero de manera menos frecuente, distintas clases de acciones que otorgan a sus titulares derechos diferentes, tales como preferencia respecto del reparto de dividendos y/o en la liquidación de la sociedad, preeminencia en el control, etc.<sup>12</sup> Las *cross-holding* se encuentran prohibidas en Chile.<sup>13</sup> Sin perjuicio de lo anterior, las aperturas bursátiles de los últimos años han sido realizadas directamente sobre sociedades operativas y no sobre sociedades controladoras, holding o cascadas, como si ocurrió hace algunos años.

Una particularidad del mercado chileno, es la participación de los inversionistas institucionales, especialmente de los fondos de pensión,<sup>14</sup> quienes han contribuido con el desarrollo del Gobierno Corporativo en Chile, mediante la promoción de reformas legales y la participación activa en el monitoreo de la gestión de las sociedades.<sup>15</sup> Así, ellos difieren de la clásica concepción de un accionista minoritario indefenso.<sup>16</sup>

Adicionalmente se debe reconocer, tal como se menciona en detalle a continuación, los avances que se han hecho en materia de regulación del Gobierno Corporativo en Chile, en los últimos años. La mayoría de las nuevas normas son respuesta directa a casos reales que han ocurrido en el país y que han puesto en evidencia los vacíos legales que han permitido que se cometan abusos por parte de accionistas controladores, directores, ejecutivos, entre otros, causando daño tanto a la sociedad como a sus accionistas. El primero de estos casos corresponde al denominado caso “**Chispas**” ocurrido a fines de la década de los 90, y que dice relación con la venta del control de un grupo de sociedades en que los accionistas controladores vendieron sus acciones con una diferencia de precio superior al 1000% respecto del resto de los accionistas. También se debe mencionar el más reciente caso “**Farmacias**”, el cual si bien tiene sus orígenes en ciertas infracciones a las normas de libre competencia chilenas, tiene también una arista de Gobierno Corporativo, pues en él se juzgó el rol de los directores en las irregularidades cometidas por las empresas y especialmente su deber de informarse. Por su parte, en el caso “**La Polar**”, se investigó especialmente la responsabilidad de los directores y ejecutivos por incumplimiento de su deber de información en un contexto de fraude cometido por ejecutivos en una de las pocas sociedades abiertas a bolsa en Chile sin controlador. Finalmente, debemos mencionar el caso “**Cascadas**”, el cual fue puesto en conocimiento de la opinión pública hace poco tiempo, que pone en escrutinio un esquema de control no muy habitual

<sup>12</sup> De acuerdo a lo señalado en el Artículo 20 de la Ley Número 18.046 sobre Sociedades Anónimas, no puede “estipularse preferencias que consistan en el otorgamiento de dividendos que no provengan de utilidades del ejercicio o de utilidades retenidas y de sus respectivas revalorizaciones”.

<sup>13</sup> Lefort, “*Ownership Structure and Corporate Governance in Latin America*”, *op. cit.* pág 66.

<sup>14</sup> De acuerdo a la información pública disponible al 28 de junio de 2013, los fondos de pensión chilenos tenían invertido un total de 18.000.000.000 (dieciocho mil millones) de Dólares de Estados Unidos de América en acciones locales, cifra que representa un 11,37% del total de activos administrados por estos fondos. Superintendencia de Pensiones, Gobierno de Chile, disponible en [https://www.spensiones.cl/admusuarios/carteras/genera\\_xsl.php?fecpro=201306&listado=1](https://www.spensiones.cl/admusuarios/carteras/genera_xsl.php?fecpro=201306&listado=1).

<sup>15</sup> Lefort, “*Hacia un mejor Gobierno Corporativo en Chile*”, *op. cit.*, págs 4 y 5.

<sup>16</sup> Lefort, “*Hacia un mejor Gobierno Corporativo en Chile*”, *op. cit.*, pág 9.

en Chile mediante estructuras de sociedades cascadas en que existen varias sociedades de inversión abiertas a bolsa que tienen como único activo subyacente las acciones de una sola sociedad operativa, estructura que en sí misma no es nociva, pero puede prestarse para abusos, especialmente por parte del controlador respecto de los accionistas minoritarios en la realización de transacciones con partes relacionadas.

## **1.2 Marco Regulatorio del Gobierno Corporativo en Chile**

Las principales normas que rigen el Gobierno Corporativo de las sociedades anónimas listadas en bolsa en Chile son la **Ley Número 18.045 de Mercado de Valores** (en adelante “**LMV**”) y la **Ley Número 18.046 de Sociedades Anónimas** (en adelante “**LSA**”).<sup>17</sup> Adicionalmente a la LSA debemos agregar su reglamento<sup>18</sup> que especifica y detalla algunas de sus normas.

La LMV regula el mercado de valores chileno; los intermediarios que en él actúan; los emisores y sus valores; la oferta pública de valores -estableciendo los requisitos necesarios para realizarlas y las operaciones relacionadas con ellos-; la información que los emisores deben entregar al público en general y a la entidad reguladora; y establece sanciones para el uso de información privilegiada, entre otras. Por su parte, la LSA norma, entre otros, los derechos fundamentales de los accionistas, tales como, el derecho a participar en las decisiones relevantes concernientes a la sociedad, el derecho a voto, el derecho a recibir información, a elegir a los miembros del directorio, y a participar en los beneficios económicos que produce la sociedad; la administración de la sociedad, el funcionamiento del directorio, su composición, sus atribuciones y responsabilidades; la fiscalización de la gestión social a través de las juntas de accionistas, su funcionamiento y las materias que en ellas deben conocerse; y las operaciones con partes relacionadas.

Es también de relevancia para materias de Gobierno Corporativo, aunque de forma indirecta, el **Decreto Ley Número 3.538** (en adelante “**DL 3.538**”),<sup>19</sup> por el cual se creó la Superintendencia de Valores y Seguros (en adelante “**SVS**”). La SVS tiene por principal objetivo fiscalizar a los participantes e intermediarios del mercado de valor<sup>20</sup> y se encuentra facultada para dictar normas interpretativas de aquellas que rigen a las entidades bajo su vigilancia, como también aquellas normas necesarias para su aplicación.<sup>21</sup> De esta forma, las normas e instrucciones emitidas por la SVS han aclarado y complementado aspectos de la LMV y de la LSA.<sup>22</sup>

<sup>17</sup> La LMV y la LSA fueron publicadas en el Diario Oficial de Chile el 22 de octubre de 1981.

<sup>18</sup> Nuevo Reglamento de Sociedades Anónimas contenido en el Decreto Supremo de Hacienda Número 702 de 2011, publicado en el Diario Oficial de Chile el 6 de julio de 2012.

<sup>19</sup> Publicado en el Diario Oficial de Chile el 23 de diciembre de 1980.

<sup>20</sup> Artículo 3 del DL 3.538.

<sup>21</sup> Artículo 4 letra (a) del DL 3.538.

<sup>22</sup> Actualmente se está tramitando en el Congreso Nacional un proyecto de ley cuyo objetivo principal de acuerdo a su Mensaje es “crea[r] una nueva institucionalidad para la entidad encargada de la supervisión de los mercados de valores y seguros, transformando la actual Superintendencia en una Comisión de Valores y Seguros e introduciendo mejoras relevantes en materia de gobierno corporativo, procesos regulatorios y sancionatorios conforme a los mejores estándares y recomendaciones internacionales”.

Durante sus más de 30 años de vigencia, tanto la LMV como la LSA han sido modificadas en reiteradas ocasiones. Como ya se señaló, es común que dichas reformas hayan sido motivadas por casos reales que expusieron problemas o vacíos legales. Dentro de las modificaciones más relevantes en la regulación del Gobierno Corporativo debemos mencionar las siguientes:

**(a) Ley Número 19.705, que regula las ofertas públicas de adquisición de acciones y establece régimen de gobiernos corporativos,**<sup>23</sup> también conocida como “Ley de Opas”, que introdujo modificaciones a la regulación del mercado de valores y de las sociedades anónimas, siendo la primera ley en tener por objetivo directo la mejora del Gobierno Corporativo<sup>24</sup> al proponerse “perfeccionar el régimen jurídico de administración de las sociedades anónimas abiertas”<sup>25</sup> con el objeto de otorgar mayor protección a los accionistas minoritarios.<sup>26</sup>

La Ley de Opas debe su nombre pues incorporó la obligatoriedad de hacer una oferta pública de adquisición de acciones a todos los accionistas de una sociedad cuando lo que se adquiere es el control directo o indirecto de ella.<sup>27</sup> Al establecer que la oferta de adquisición de acciones, también conocida como “Opa”, debe dirigirse a todos los accionistas de la sociedad, el premio por el control se distribuye entre todos ellos, y no queda en poder exclusivo del controlador.

**(b) Ley Número 20.382<sup>28</sup> que introduce perfeccionamiento a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas,** también conocida como “Ley de Gobierno Corporativo”,<sup>29</sup> que tiene como objetivo modificar la LMV y la LSA incrementando los estándares de Gobierno Corporativo de las empresas. Esta ley fue parte de los compromisos asumidos por Chile con la OECD, con el objetivo de ser incorporado como miembro de dicha organización.<sup>30</sup>

Hasta antes de la dictación de la Ley de Gobierno Corporativo se consideraba que existía un “grado de cumplimiento razonable de los estándares de regulación en materias de Gobierno Corporativo”, no obstante se reconocía la necesidad de ciertas reformas.<sup>31</sup>

<sup>23</sup> Publicada en el Diario Oficial de Chile el 20 de diciembre de 2000.

<sup>24</sup> Lefort, “Hacia un mejor Gobierno Corporativo en Chile”, *op. cit.*, pág 6.

<sup>25</sup> Historia de la Ley 19.705, Mensaje Presidencial, página 5. La Historia de la Ley 19.705 se encuentra disponible al público en la página web de la Biblioteca del Congreso Nacional Chile [www.bcn.cl](http://www.bcn.cl), en adelante “H.L 19.705”.

<sup>26</sup> García Morales, Pedro; “Deberes de los Directores de las Sociedades Anónimas bajo la Ley 19.705, Un enfoque Comparado”, Revista Chilena de Derecho, Volumen 29, Número 3, pág 623, 2002, refiriéndose al Mensaje de la Ley 19.705.

Adicionalmente se debe indicar que esta ley se considera una respuesta a los abusos cometidos en el ya mencionado Caso Chispas.

<sup>27</sup> La Ley de Opas reemplazó el artículo 54 de la LMV y estableció la normativa que rige las OPAs.

<sup>28</sup> Publicada en el Diario Oficial de Chile el 20 de octubre de 2009.

<sup>29</sup> H.L 20.382; Mensaje Presidencial, pág 6 y siguientes. De acuerdo a lo mencionado en el proyecto de ley que dio origen a la Ley de Gobierno Corporativo, éste se basa en los siguientes fundamentos: (i) transparencia respecto de la información entregada al mercado, para que los accionistas y la SVS pueda evaluar de mejor forma las empresas; (ii) corrección de las asimetrías de información, reducción los costos para obtener aquella y facilitar la coordinación de los accionistas minoritarios; (iii) fortalecer los derechos de los accionistas minoritarios, principalmente a través de la figura del director independiente; (iv) promover la autodeterminación a través del directorio de la sociedad y/o las juntas de accionistas. La Historia de la Ley 20.382 se encuentra disponible al público en la página web de la Biblioteca del Congreso Nacional Chile [www.bcn.cl](http://www.bcn.cl), en adelante “H.L 20.382”.

<sup>30</sup> A mediados del año 2007, la OECD decidió comenzar las discusiones tendientes a permitir la incorporación de Chile como país miembro de dicha organización. Para lo anterior se establecieron ciertas condiciones que Chile debía cumplir, como por ejemplo, mejorar ciertos estándares de Gobierno Corporativo. De hecho en el discurso de promulgación de la Ley de Gobierno Corporativo, la ex Presidenta Michelle Bachelet reconoce que la referida ley es respuesta a las condiciones impuestas por la OECD a Chile para su incorporación. H.L 20.382; *op. cit.*, pág 853.

Finalmente el 7 de mayo de 2010, Chile fue incorporado formalmente como país miembro de la OECD. “Corporate Governance in Chile”, pág 3, 2011, disponible en <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/47073155.pdf>.

<sup>31</sup> H.L 20.382, Mensaje Presidencial, *op. cit.*, pág 5.

**A continuación se describirán algunas de las características que se consideran más particulares con relación al marco regulatorio del Gobierno Corporativo de las empresas chilenas:**

**(a) Derecho a voto:** En Chile se sigue la regla de “una acción, un voto”, estando prohibido por ley las acciones con voto múltiple, aunque pueden existir acciones sin derecho a voto o con voto derecho a voto limitado.<sup>32</sup>

La regla general es que el quórum necesario para adoptar las decisiones sea el de mayoría absoluta.<sup>33</sup> No obstante ciertas decisiones, tales como la transformación y/o fusión de la sociedad, la enajenación de parte importante de su activo, entre otros, requieren un quórum elevado de dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto. Adicionalmente, en caso que la junta acuerde ciertas decisiones en la que un accionista haya manifestado su oposición, éste se encuentra facultado para vender a la sociedad sus acciones, y ésta debe comprarlas, ejerciendo así su **derecho a retiro**.<sup>34</sup>

**(b) Directorio:** Los accionistas son los que eligen a los miembros del directorio, el cual constituye de acuerdo a la LSA, el órgano de administración social, que en el caso chileno se caracteriza por ser unitario.<sup>35</sup> Si bien el directorio es de acuerdo a su definición legal el órgano administrador de la sociedad, en la práctica dicha tarea se lleva a cabo por los ejecutivos principales que son nombrados por el directorio, siendo el directorio un órgano de carácter consultivo más que ejecutivo.<sup>36</sup>

12

Al igual que ocurre en otras jurisdicciones los directores tiene ciertos deberes para con la sociedad y sus accionistas, tales como el deber de información, de cuidado, de reserva y de lealtad.<sup>37</sup> Además los directores se deben a la sociedad y no a los accionistas que los eligieron, razón por la que en sus decisiones debe primar el interés social y no el del accionista que lo eligió como director.<sup>38</sup> Como consecuencias de los deberes impuestos los directores son responsables de sus actos, estableciéndose incluso ciertas presunciones de culpabilidad para casos extremos.<sup>39</sup> Con el objetivo de hacer efectiva esta responsabilidad, existe en Chile la acción derivativa que permite a accionistas que representen al menos el cinco por ciento del capital social, iniciar acciones en nombre y representación de la sociedad en contra de sus directores por faltas a sus deberes.<sup>40</sup>

Los accionistas ejercen una función de fiscalización de la administración social mediante las juntas de accionistas, en las que deben aprobarse ciertos documentos, tales como los estados financieros, el balance, entre otros.<sup>41</sup>

<sup>32</sup> Artículo 20 de la LSA. Generalmente se trata de acciones preferentes, en las que la limitación al derecho a voto es en repuesta a mayores derechos que los que tienen las acciones ordinarias. Por ejemplo, una mayor participación en los beneficios económicos de la sociedad.

<sup>33</sup> Artículo 61 de la LSA. Se trata de la mayoría absoluta de las acciones con derecho a voto que se encuentren presente en la respectiva junta de accionistas.

<sup>34</sup> Artículo 69 de la LSA.

<sup>35</sup> Artículo 31 y 56 de la LSA.

<sup>36</sup> De acuerdo a lo establecido en el Artículo 49 de la LSA los directores de las sociedades anónimas abiertas, no pueden ser a la vez gerentes de ellas, entre otras limitaciones.

<sup>37</sup> Artículo 46, 41, 42, 43, entre otros, de la LSA.

<sup>38</sup> Artículo 39 de la LSA.

<sup>39</sup> Artículo 45 de la LSA.

<sup>40</sup> Artículo 133 bis de la LSA.

<sup>41</sup> Artículo 51 y siguientes de la LSA.

### (i) Comités de Auditoría:

Como se ha reconocido internacionalmente, es una buena práctica de Gobierno Corporativo que los directorios cuenten con diferentes Comités, entre los que destaca el Comité de Auditoría.<sup>42</sup> A continuación se describen las principales características de éstos de acuerdo a la regulación nacional. Al respecto se puede decir que se trata de órganos híbridos, en cuanto a su origen, composición y atribuciones, como se expresa a continuación:

En Chile solo cierto tipo de sociedades anónimas abiertas deben contar con un Comité de Directores, también conocidos como Comité de Auditoría. Estas sociedades son aquellas que tienen un gran patrimonio bursátil<sup>43</sup> y que a lo menos el 12,5% de sus acciones con derecho a voto se encuentren en manos de accionistas minoritarios. Estas sociedades están también obligadas a elegir al menos un director independiente.

La principal función del Comité es fiscalizar la administración social mediante la revisión de informes de auditores externos, examinar los antecedentes de las operaciones con partes relacionadas, entre otros. También desempeña una función de fiscalización respecto de los sistemas de remuneración y planes de compensación de la empresa y deben preparar anualmente un informe de gestión, que debe contener sus sugerencias para los accionistas.<sup>44</sup> Otro de los objetivos del Comité de Auditoría es promover la autorregulación de las sociedades.<sup>45</sup>

De acuerdo a lo establecido en la LSA, el Comité de Directores debe estar compuesto por tres integrantes. La mayoría de ellos deben ser independientes.

En Chile la independencia de un director dice relación con los vínculos que éste pueda tener con el accionista o grupo controlador. Es decir, el director independiente debe serlo respecto del controlador. En un inicio se consideraba independiente aquél director que había sido electo sin la necesidad de los votos del accionista controlador. Tal definición fue criticada, pues aún cuando el director no hubiese sido elegido por el accionista controlador igualmente podía ser influenciado por éste.<sup>46</sup> En consecuencia, la Ley de Gobierno Corporativo modificó la definición de independencia, señalando que se entiende por independiente aquella persona que durante los últimos 18 meses no ha tenido vínculos personales, familiares, económicos, laborales, con la sociedad, las empresas que pertenezcan al mismo grupo de la sociedad, su controladores, ni con los ejecutivos principales de ellas, y que no ha formado parte de la administración de alguna de las referidas personas.<sup>47</sup>

<sup>42</sup> Así se reconoce, por ejemplo, en diversas disposiciones de los principios sobre Gobierno Corporativo de la OECD.

<sup>43</sup> Igual o superior a 1.500.000 unidades de fomento (unidad de cuenta reajutable de acuerdo con la inflación). La cifra anterior corresponde a esta fecha a 70 millones de Dólares de Estados Unidos aproximadamente.

<sup>44</sup> Artículo 50 bis de la LSA.

<sup>45</sup> Pfeffer, *op. cit.*, pág 490.

H.L. 19.705, Mensaje Presidencial, *op. cit.*, pág 11

<sup>46</sup> H.L. 20.382, Informe Comisión de Hacienda, Intervención Sr. Felipe Cousiño, *op. cit.*, págs 64 y 65.

<sup>47</sup> Artículo 50 bis de la LSA.

Por último se puede mencionar que la creación de las figuras de directores independientes y de los Comités de Directores responde a la necesidad de proteger a los accionistas minoritarios, lo cual se trata con mayor detalle a continuación.

**(c) Protección a los Accionistas Minoritarios:** Atendida la alta concentración accionarial y la existencia de accionistas controladores en un número importante de las sociedades cotizadas en Chile, es que la LSA y sus modificaciones se han preocupado especialmente de la protección de los accionistas minoritarios mediante diversos mecanismos. Algunos de ellos son los siguientes: (i) la prohibición de revocar individualmente miembros del directorio, debiendo revocarse siempre éste en su totalidad;<sup>48</sup> (ii) la regulación de operaciones con partes relacionadas, que ha sido perfeccionada primero en la Ley de Opas, en la que se exigió la aprobación previa del directorio para operaciones que superaran ciertos montos, y que éstas debían ajustarse a las “condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado”.<sup>49</sup> Posteriormente la Ley de Gobierno Corporativo reformó nuevamente la regulación de las operaciones con partes relacionadas estableciendo una normativa diferente para las sociedades anónimas abiertas y las cerradas; (iii) la obligación de establecer en ciertas sociedades anónimas el Comité de Directores o de Auditoría antes referido; (iv) la creación de la figura del director independiente, como una eficaz herramienta de protección para los accionistas minoritarios y para favorecer la divulgación de información al público.<sup>50</sup>

**(d) Uso de Información Privilegiada:** Respecto al uso de la información privilegiada, es necesario destacar que el uso indebido de ella se encuentra sancionado por la LMV.<sup>51</sup>

### **1.3 Autorregulación y la Norma de Carácter General Número 341 de la SVS**

El profesor Lefort indica que es importante promover la autorregulación en materia de Gobierno Corporativo, es decir “que la responsabilidad de regular algunos aspectos del funcionamiento de las empresas y del mercado de valores recaiga en manos de quienes mejor conocen su funcionamiento, necesidades, fortalezas y debilidades.”<sup>52</sup>

El referido autor señalaba con anterioridad a la dictación de la Ley de Gobierno Corporativo que, tanto la normativa nacional como la supervisión del mercado de valores, no favorecía la autorregulación.<sup>53</sup> Como se menciona anteriormente, uno de los principios fundamentales del proyecto que dio origen a la Ley de Gobierno Corporativo es la “autodeterminación”, permitiendo que los accionistas, mediante las juntas o el directorio de la sociedad, decidan como obrar en determinadas situaciones.

<sup>48</sup> Artículo 38 de la LSA.

<sup>49</sup> Artículo 44 de la LSA.

<sup>50</sup> H.L. 20.382, Mensaje Presidencia, *op. cit.*, pág 7.

<sup>51</sup> Artículo 165 y siguientes de la LMV.

<sup>52</sup> Lefort, “Hacia un mejor Gobierno Corporativo en Chile”, *op. cit.*, pág 7.

<sup>53</sup> Lefort, “Hacia un mejor Gobierno Corporativo en Chile”, *op. cit.*, pág 6.

No obstante la nueva normativa, el sector privado no había adoptado normas de autorregulación sobre estándares de buenas prácticas de Gobierno Corporativo. Debido a esto ha sido la SVS quien ha promovido la autorregulación, especialmente a través de la dictación de la Norma de Carácter General Número 341<sup>54</sup> sobre difusión de información respecto de estándares de Gobierno Corporativo (en adelante “NCG 341”), que obliga a las sociedades anónimas abiertas a comunicar sus prácticas de Gobierno Corporativo.

Según lo expresado por el Superintendente de Valores y Seguros, Señor Guillermo Coloma, la SVS habría dictado la NCG 341 ya que existía un sentido de urgencia, pues como se señaló anteriormente el sector privado no habría avanzado en la autorregulación de los Gobiernos Corporativos, razón por lo que la SVS determinó qué prácticas se consideran buenas prácticas para efectos de Gobierno Corporativo y exigió a los emisores informar su adhesión a ellas.<sup>55</sup>

La NCG 341 tiene como propósitos entregar a los inversionistas y al público en general información sobre las prácticas de Gobierno Corporativo que han sido implementadas por las empresas, y posibilitar que el mercado y otras entidades puedan efectuar análisis y comparación de datos a partir de dicha información.<sup>56</sup>

Para estos efectos la NCG 341 siguiendo el concepto de “Cumpla o Explique” establece que el 31 de marzo de cada año las sociedades abiertas deberán enviar a la SVS y las Bolsas de Valores el formulario diseñado por dicha entidad, que se encuentra contenido en la misma norma como Anexo que contiene prácticas de gobierno corporativo. Las empresas deben informar en él si al 31 de diciembre del año anterior han adoptado o no prácticas sobre: (a) funcionamiento del directorio; (b) la relación de la sociedad, los accionistas y el público en general; (c) sustitución y compensación de los ejecutivos principales; (d) definición, implementación y supervisión de políticas y procedimientos de control interno y gestión de riesgo de la empresa; (e) otras prácticas adoptadas por la sociedad que no estén referidas en las materias antes señaladas. Es necesario aclarar que respecto de cada una de estas prácticas generales se establecen prácticas más específicas.

Independientemente de si la práctica ha sido o no adoptada por la empresa, se deberá explicar en el referido formulario las razones para ello o la forma en que ha sido implementada.

Es necesario dejar en claro que la NCG 341 es regulación propiamente tal, y no autorregulación. La particularidad de la norma reside en que ha sido la propia SVS quien ha determinado los estándares que se consideran buenas prácticas de Gobierno Corporativo, pero sin exigir su implementación por las empresas. La obligación que impone la NCG 341 a las sociedades anónimas es informar si han o no adoptado las prácticas definidas por la SVS, explicar la manera en que se han implementado, o bien, justificar las razones que justifiquen por qué no han sido adoptadas por la empresa.

<sup>54</sup> De fecha 29 de noviembre de 2012.

<sup>55</sup> Coloma, Fernando; Superintendente de Valores y Seguro, Superintendencia de Valores y Seguro de Chile, Presentación “Gobierno Corporativo Pre y Post NCG 341”, ESE Business School, Universidad de Los Andes, 2013.

<sup>56</sup> NCG 341.

Es importante mencionar que con motivo de la dictación de la NCG 341, algunas empresas han creado Códigos de Autorregulación. Si bien las empresas no reconocen formalmente que estos códigos hayan sido motivados por la NCG 341, de las fechas de su aprobación (la mayoría marzo de 2013), se puede deducir que la NCG 341 tuvo alguna influencia en su aparición, o bien, formalización.

Finalmente, de acuerdo a los resultados y conclusiones del estudio preparado por este Centro y Deloitte, en el que se evalúan el grado de implementación de las prácticas de Gobierno Corporativo sugeridas por la NCG 341, se puede señalar que: (i) existe gran diferencia entre el porcentaje de adopción de las distintas prácticas, variando desde el 90% al 0%. Por ejemplo, ninguna empresa ha adoptado el sistema de voto a distancia de los accionistas, siendo que fue una de las materias que la OCED consideró relevante incorporar en Chile; (ii) la mayoría de las sociedades informantes no mencionan prácticas adicionales de Gobierno Corporativo a las mencionadas la NCG 341, a pesar de que dicha norma entrega espacio para ello; (iii) existe cierto nivel de desconocimiento en el mercado sobre algunas prácticas, por cuanto en situaciones idénticas las respuestas son diferentes; y (iv) la NCG 341 ha tenido un supuesto efecto de aceleración en la implementación o adopción de ciertas prácticas, entre otros.<sup>57</sup>

#### **1.4 Desafíos y Conclusiones respecto al Gobierno Corporativo en Chile**

Si bien la Ley de Gobierno Corporativo introdujo importantes mejoras a la regulación de éste en Chile, aún existen desafíos y pueden realizarse mejoras, por ejemplo en la información que se divulga al público.<sup>58</sup>

En cuanto al funcionamiento de los directorios, es necesario incluir ciertas prácticas que vayan más allá de lo establecido por las normas. Por ejemplo, si bien la ley señala que cada uno de los directores se debe a la sociedad y a todos sus accionistas y no a aquel que lo ha elegido, en la práctica atendida la gran concentración de propiedad que existe, los controladores si pueden tener la capacidad de influir en las decisiones de la administración.

Además es necesario establecer mecanismos de autoevaluación de los directorios, con el objeto de promover un análisis consciente de sus actuaciones y mejorar los procesos de toma de decisión. Lo anterior, se relaciona con la necesidad de educar de mejor forma a aquellos que ejercen los cargos de directores, respecto de sus obligaciones y deberes, que permitan un ejercicio consciente de ellos.

Por último, es importante que la legislación que regula el Gobierno Corporativo vaya de la mano con el desarrollo de éste, y que las nuevas normas no sean una mera reacción a los abusos y escándalos que ocurren en la vida real, sino que promuevan mejores prácticas y promuevan y desarrollen el Gobierno Corporativo.

<sup>57</sup> CGCUC y Deloitte; “Documento de Trabajo sobre de Evaluación de Prácticas sobre Gobierno Corporativo 2013 en relación a la Norma de Carácter General NCG 341”, 2013, Documento no publicado, en archivo de los autores.

<sup>58</sup> Lefort, “Hacia un mejor Gobierno Corporativo en Chile”, *op. cit.*, pág 8.

## CAPÍTULO SEGUNDO: GOBIERNO CORPORATIVO EN BRASIL

### 2.1 Características del Mercado Accionario Brasileiro

Como se menciona en la introducción, los mercados accionarios latinoamericanos se caracterizan por que la propiedad de las compañías se encuentra altamente concentrada. En el mercado brasileiro la concentración de la propiedad de las empresas es muy alta<sup>59</sup> y el control de éstas en la mayoría de los casos es ejercido por una familia.<sup>60</sup>

La utilización de estructuras piramidales y de diferentes clases de acciones, permiten que una familia controle una empresa con sólo pequeños porcentajes de su propiedad.<sup>61</sup> En este capítulo se explicará el funcionamiento de las diferentes clases de acciones, ya que éstas son utilizadas en forma recurrente en Brasil,<sup>62</sup> siendo el país que cuenta con el mayor número de sociedades que tiene “*dual class*” de acciones.<sup>63</sup>

Las diferentes clases de acciones que pueden existir en una sociedad permiten ejercer el control mediante la limitación o eliminación del derecho a voto de ciertas clases de acciones. Así, las acciones ordinarias generalmente gozan de este derecho y las preferentes no. Lo anterior crea una separación entre los derechos económicos y el derecho a participar en las decisiones de la sociedad, mediante el ejercicio del derecho a voto.<sup>64</sup>

Adicionalmente, es común que las acciones con derecho a voto sean de propiedad de los *insiders*, y que los *outsiders* sean dueños de las acciones preferentes sin derecho a voto.<sup>65</sup> Por consiguiente, la propiedad de las acciones que no tienen derecho a voto se encuentra mucho más dispersa que aquellas que si lo tienen.<sup>66</sup>

Para entender la evolución del Gobierno Corporativo en Brasil, es necesario considerar ciertos hechos asociados con la historia su mercado bursátil. Así es importante considerar que durante la década de los años 1970 y 1980, el Gobierno Brasileiro otorgó incentivos tributarios para que las empresas se

<sup>59</sup> Hans-Böckler-Foundation; Research Paper, preparado por Pierre Habbard, Trade Union Advisory Committee to the OECD, “*Corporate Governance in Brazil. An International Trade Union Perspective*”, Paris, pág 10, 2010.

<sup>60</sup> Según Aldrighi & Oliveira, “*Ownership and Control Structures and Performances of Firms in Brazil*”, 2006: En Brasil al año 2002 el 52,9% de los más grandes accionistas de las sociedades cotizadas y no cotizadas en Bolsa eran familias. Citado por Hans-Böckler-Foundation, “*Corporate Governance in Brazil. An International Trade Union Perspective*”, op. cit. 11.

<sup>61</sup> Ravelo, Flavio M., Vasconcelos, Flavio V.; “*Corporate Governance in Brazil*”, Journal of Business Ethic, Volumen 37, Número 3, pág 326.

<sup>62</sup> Se utilizan principalmente para crear diferencias entre las distintas series de acciones y son un mecanismo para ejercer el control.

<sup>63</sup> Carvalho Da Silva, Andre, Avandhar Subrahmanyam; “*Dual Class Premium, Corporate Governance and the Mandatory Bid Rule: Evidence from the Brazilian Stock Market*”, Journal of Corporate Finance, Volumen 13, pág 4, 2007.

Así un 86% de las empresas brasileiras listadas en Bovespa durante el año 2005 tenía “*dual class*” de acciones. Hans-Böckler-Foundation, “*Corporate Governance in Brazil. An International Trade Union Perspective*”, op. cit., pág 11.

<sup>64</sup> Black, Bernard, De Carvalho, Antonio Gledson, Gorga, Érica; “*What matters and for which firms for Corporate Governance in Emerging Markets. Evidence from and others BRIC countries*”, Journal of Corporate Finance, Volumen 18, pág 939, 2012.

<sup>65</sup> Ídem.

<sup>66</sup> Gorga, Érica; “*Culture and Corporate Law Reform: A Case Study of Brazil*”, University of Pennsylvania Journal of International Economic Law, Volumen 27, Número, 3, pág 820, 2006. Citando a Valadares & Leal, “*Ownership and Control Structure of Brazilian Companies*”, disponible en [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=213409](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=213409), pág 2.

convirtieran en públicas y para invertir en ellas. Sin embargo, una vez terminados los beneficios las empresas volvieron a ser privadas.<sup>67</sup>

Posteriormente, durante la década de los años 1990 se inició un proceso de privatización de las empresas, con el objeto de facilitar el desarrollo del mercado de capitales y permitir la dispersión de la propiedad de las compañías.<sup>68</sup> No obstante, el proceso de privatización no produjo el esperado efecto de dispersión de la propiedad y mantuvo el control de las empresas en las familias.<sup>69</sup>

Como consecuencia de la falta de protección para los inversionistas y ante la necesidad de nuevos capitales, algunas empresas brasileras migraron hacia bolsas americanas, otorgando mayor protección a los minoritarios producto de los requisitos exigidos en el extranjero. Así, a principios del año 2001 un 37% del volumen transado de acciones brasileras ocurría en bolsas americanas.<sup>70</sup>

Teniendo presente los antecedentes antes mencionados, a comienzo de los años 2000 el Gobierno Corporativo de las empresas brasileras era considerado relativamente débil.<sup>71</sup> Sin embargo, a partir de esa fecha, importantes reformas legales y la intervención realizada por la *Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros de São Paulo*, BM&F Bovespa, en adelante “**Bovespa**”, han permitido que los estándares de Gobierno Corporativo en Brasil hayan mejoraron notablemente,<sup>72</sup> como se explica a continuación en el apartado 2.3.

## **2.2 Marco Regulatorio del Gobierno Corporativo en Brasil**

Las principales leyes que regulan el Gobierno Corporativo de las sociedades anónimas listadas en bolsa en Brasil son:

(a) Ley Número 6.404/1976, en adelante la “**Ley 6.404**” o “**Ley de Sociedades**”, que establece el marco regulatorio de las sociedades, basándose en el sistema civil francés.<sup>74</sup>

<sup>67</sup> Black, Bernard, De Carvalho, Antonio Gledson, Gorga, Érica; “*The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms*”, Revista Brasileira de Finanças, Volumen 7, Número 9, pág 389, 2009.

Black, Bernard, De Carvalho, Antonio Gledson, Gorga, Érica; “*Corporate Governance in Brazil*”, Emerging Markets Review, Volumen 11, pág 23, 2010.

<sup>68</sup> Hans-Böckler-Foundation, “*Corporate Governance in Brazil. An International Trade Union Perspective*”, *op. cit.*, pág 14. Estos programas fueron iniciados bajo el programa de estabilización del Fondo Monetario Internacional.

<sup>69</sup> Hans-Böckler-Foundation, “*Corporate Governance in Brazil. An International Trade Union Perspective*”, *op. cit.*, págs 10 y 15.<sup>62</sup> Se utilizan principalmente para crear diferencias entre las distintas series de acciones y son un mecanismo para ejercer el control.

<sup>70</sup> De Carvalho, Antonio Gledson, Pennacchi, George; “*Can a Stock Exchange Improve Corporate Behavior?*”, Journal of Corporate Finance, Volumen 18, pág 884, 2012. Citando estimaciones realizadas por Bovespa.

<sup>71</sup> Black, Bernard, De Carvalho, Antonio Gledson, Oliveira Sampaio, Joelson; “*The Evolution of Corporate Governance in Brazil*”, Northwestern University School of Law, Law and Economics Research Paper Number 12-22, Draft November 2012, pág 2. Disponible en [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2181039](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2181039)

<sup>72</sup> Black, et al., “*The Evolution of Corporate Governance in Brazil*”, *op. cit.*, pág 3.

<sup>73</sup> De fecha 15 de diciembre de 1976.

<sup>74</sup> World Bank; Report on the Observance of Standards and Codes, “*Corporate Governance Country Assessment Brazil*”, 2005, en adelante “ROSC Brazil”, pág 1.

(b) Ley Número 6.385/1976,<sup>75</sup> en adelante la “**Ley 6.385**” o “**Ley de Mercado de Valores**”, que establece la normativa del mercado de valores en Brasil. A diferencia de la Ley de Sociedades, la Ley de Mercado de Valores tiene cierta influencia del *common law*.<sup>76</sup> La Ley de Mercado de Valores creó la *Comissão de Valores Mobiliários*, (“Comisión de Valores Mobiliarios”, en adelante “**CVM**”), encargada de regular el mercado de valores brasileiro.<sup>77</sup> Al igual que en el caso chileno, sólo las acciones y valores de sociedades que se encuentran registradas en la CVM pueden ser transadas en el mercado de valores.<sup>78</sup>

La Ley 6.404 y la Ley 6.385 han sido objeto de dos importantes reformas. La primera de ellas fue realizada el año 1997 mediante la Ley 9457/1997, que redujo de manera considerable los derechos de los accionistas minoritarios,<sup>79</sup> permitiendo a los accionistas controladores extraer mayores beneficios de las compañías.<sup>80</sup> Un ejemplo de las modificaciones introducidas por esta reforma fue la eliminación de los derechos de “*tag-along*” de los accionistas minoritarios. Es decir, para los casos de transferencia del control, se eliminó la exigencia de realizar una oferta obligatoria de adquisición para todas las acciones con derecho a voto al mismo precio que las acciones del bloque controlador. En consecuencia, los accionistas mayoritarios podían vender su paquete accionario al mejor precio, sin que fuera necesario que la oferta de adquisición se extendiera a las acciones de propiedad de los minoritarios. El objeto de esta modificación fue facilitar las privatizaciones de las empresas estatales y aumentar los ingresos del Estado por la venta de aquellas, pues el Estado no tenía que compartir el premio por el control con otros accionistas.<sup>81</sup>

Una de las consecuencias de la reforma del año 1997 fue el incremento de los beneficios privados provenientes del control. Atendido lo anterior, el año 1999 la CVM dictó la Instrucción 299 con la finalidad de remediar los efectos de la mencionada reforma.<sup>82</sup>

La segunda reforma fue realizada en el año 2001, mediante la Ley 10303/01, con el propósito de reducir los efectos negativos producidos por la reforma anterior.<sup>83</sup> Su finalidad fue fortalecer el mercado de capitales mediante una mayor protección de los accionistas minoritarios<sup>84</sup> y mejorar los estándares de divulgación de información existentes.<sup>85</sup>

<sup>75</sup> De fecha 7 de diciembre de 1976.

<sup>76</sup> Ver Nota *Supra* 72.

<sup>77</sup> Black, *et al.*, “*The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms*”, *op. cit.*, pág 389.

ROSC Brazil, *op. cit.*, pág 10.

<sup>78</sup> Artículo 4, Párrafo 1 de la Ley Número 6.404.

<sup>79</sup> Carvalho, *et al.*, “*Dual Class Premium, Corporate Governance and the Mandatory Bid Rule: Evidence from the Brazilian Stock Market*”, *op. cit.*, págs 4 y 5.

<sup>80</sup> Nenova, Tatiana; “*Control Value and Changes in Corporate Law in Brazil*”, *Latin America Business Review*, 6:3, pág 4, 2006.

<sup>81</sup> ROSC Brazil, *op. cit.*, pág 2.

<sup>82</sup> Nenova, “*Control Value and Changes in Corporate Law in Brazil*”, *op. cit.*, pág 5. En Brasil, la Ley de Sociedades puede ser modificada por un proceso legislativo, o bien, por instrucciones de la CVM. El tiempo de tramitación y las entidades que intervienen en ambos procesos son muy distintos. Las instrucciones de la CVM no deben ser aprobados por ningún cuerpo legislativo ni autoridad ejecutiva.

<sup>83</sup> Carvalho, *et al.*, “*Dual Class Premium, Corporate Governance and the Mandatory Bid Rule: Evidence from the Brazilian Stock Market*”, *op. cit.*, pág 5.

<sup>84</sup> Gorga, “*Culture and Corporate Law Reform: A Case Study of Brazil*”, *op. cit.*, pág 809.

<sup>85</sup> E. Han Kim, Yao Lu; “*Corporate Governance Reform Around the World and Cross-border acquisitions*”, *Journal of Corporate Finance*, Volumen 22, pág 249, 2013.

Ejemplo de modificaciones introducidas para fortalecer los derechos de los accionistas minoritarios son:

(a) Reincorporación de la obligatoriedad de la oferta de adquisición para todas las acciones con derecho a voto: pero disminuyéndose el precio que debe pagarse a las acciones no controladoras a un 80% del precio pagado por las acciones del bloque controlador. La oferta obligatoria de adquisición se mantiene sin extenderse a las acciones sin derecho a voto.<sup>86</sup>

(b) Disminución de la cantidad de acciones sin derecho a voto que puede emitir una sociedad: de dos tercios a cincuenta por ciento de las acciones de la compañía. Sin embargo, esta nueva norma solo rige para aquellas empresas que se convirtieron en públicas después de la entrada en vigencia de la ley y para las nuevas compañías públicas.<sup>87</sup>

No obstante los buenos propósitos de la reforma, muchas de las propuestas originales no llegaron a ser parte de la ley finalmente promulgada,<sup>88</sup> debido a las presiones realizadas por los accionistas controladores en el proceso legislativo, las que lograron que ciertas modificaciones fueran desechadas.<sup>89</sup> Atendido lo expresado, los cambios considerados más beneficiosos no se incorporaron en la versión final de la ley, y en consecuencia ciertos autores señalan que la reforma fue aparente, de un alcance limitado al mantener el status anterior en gran parte de las materias, y por lo tanto es considerada inefectiva.<sup>90</sup>

Sin perjuicio que ciertas mejoras fueron introducidas con la reforma del 2001,<sup>91</sup> los accionistas controladores siguen considerándose dueños de las empresas, y por ende, esperan que éstas sean administradas de acuerdo a sus directrices.<sup>92</sup>

De acuerdo a la opinión de ciertos autores, entre ellos Gorga, las reformas del 2001 no han cumplido con los objetivos que se habían propuesto, ya que los accionistas controladores habrían sido capaces de incidir en ella.<sup>93</sup>

### **A continuación se describirán algunas de las características que se consideran más particulares con relación al marco regulatorio del Gobierno Corporativo de las empresas brasileras:**

(a) **Derecho a voto**: Como se mencionó anteriormente, es muy común, y la ley permite que las empresas brasileras tengan acciones con y sin derecho a voto. Un encuesta realizada el año 2005 reveló que un 84% de las sociedades cotizadas en Bovespa habían emitido acciones preferentes sin derecho a voto.<sup>94</sup>

<sup>86</sup> Carvalhal, et al., "Dual Class Premium, Corporate Governance and the Mandatory Bid Rule: Evidence from the Brazilian Stock Market", *op. cit.*, págs 5 y 6.

<sup>87</sup> Leal, et al., "An Evaluation of Board Practice in Brazil", *Corporate Governance, op. cit.*, pág 22.

Ver Nota *Supra* 81.

<sup>88</sup> Ley Número 10.303 del año 2001.

<sup>89</sup> Ver Nota *Supra* 82.

<sup>90</sup> Gorga, "Culture and Corporate Law Reform: A Case Study of Brazil", *op. cit.*, págs 856, 857 y 903. Gorga atribuye a el ambiente cultural que existe en Brasil, para justificar en parte, el poco éxito de la reforma.

<sup>91</sup> Gorga, "Culture and Corporate Law Reform: A Case Study of Brazil", *op. cit.*, pág 856.

Ver Nota *Supra* 83.

<sup>92</sup> Gorga, "Culture and Corporate Law Reform: A Case Study of Brazil", *op. cit.*, págs 888 y 898.

<sup>93</sup> Gorga, "Culture and Corporate Law Reform: A Case Study of Brazil", *op. cit.*, pág 803.

<sup>94</sup> Black, et al., "The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms", *op. cit.*, pág 398.

La ley exige a las empresas listadas en bolsa que emiten acciones sin derecho a voto, que otorguen a éstas ciertas preferencias respecto de las acciones ordinarias con derecho a voto. De acuerdo a la encuesta antes mencionada la preferencia más utilizada son los dividendos superiores a los que reciben las acciones ordinarias.<sup>95</sup>

**(b) Directorio:** Dentro de las áreas más débiles del Gobierno Corporativo en Brasil se encuentra el directorio o Consejo, el cual es considerado muy pequeño para ser efectivo y que carece de la independencia adecuada.<sup>96</sup> La Ley de Sociedades dispone que la administración de las sociedades tiene dos niveles, el *Conselho de Administração* (Consejo de Administración) y el *Diretoria* (Directorio).<sup>97</sup>

El Consejo de Administración debe estar compuesto al menos por tres miembros que son elegidos y pueden ser removidos en cualquier momento por la Junta de Accionistas. Dentro de sus funciones se encuentra fijar la orientación general del negocio o estrategia de la empresa, elegir a los directores, fiscalizar el actuar de estos, entre otros.<sup>98</sup>

El Directorio por su parte, está compuesto por dos o más directores, los que son elegidos por el Consejo de Administración. La regla general es que cada uno de ellos represente a la sociedad y realice los actos necesarios para su normal funcionamiento.<sup>99</sup>

Por último se debe indicar que hasta un tercio de los integrantes del Consejo de Administración puede ser elegidos como directores.<sup>100</sup>

**(c) Elección del Consejo de Administración:** Una de las facultades más importantes de los accionistas asociada al derecho a voto, es poder elegir y revocar a los consejeros de la sociedad. Antes de la reforma del año 2001 sólo las acciones con derecho a voto podían elegir a los administradores. Pero, la actual Ley de Sociedades establece dos mecanismos a través de los cuales los accionistas minoritarios pueden obtener representación en el Consejo.<sup>101</sup> Adicionalmente el accionista controlador

<sup>95</sup> Black, *et al.*, “*The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms*”, *op. cit.*, pág 413.

<sup>96</sup> Black, *et al.*, “*Corporate Governance in Brazil*”, *op. cit.*, pág 22.

<sup>97</sup> Hans-Böckler-Foundation, “*Corporate Governance in Brazil. An International Trade Union Perspective*”, *op. cit.*, pág 21.

De acuerdo al Artículo 140 de la Ley Número 6.404, la administración de la sociedad corresponde, de acuerdo a lo que dispongan sus estatutos a un Consejo de Administración y a un Directorio, o solamente a este último. Las sociedades abiertas deben contar obligatoriamente con un Consejo de Administración.

<sup>98</sup> Artículo 140 y siguiente de la Ley Número 6.404.

<sup>99</sup> Artículo 143 y 144 de la Ley Número 6.404.

<sup>100</sup> Artículo 143 de la Ley Número 6.404.

<sup>101</sup> Black, *et al.*, “*The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms*”, *op. cit.*, págs 398 y 399.

La primera de esas fórmulas corresponde a los accionistas ordinarios, es decir, aquellos cuyas acciones gozan de derecho a voto, y que representen al menos el 10% del capital de la sociedad podrán exigir “*cumulative voting*”. Este derecho no es habitualmente utilizado en la práctica. La segunda fórmula corresponde a la siguiente: los accionistas que representen una mayoría de las siguientes acciones tendrán el derecho a elegir y remover a los miembros del directorio y sus substitutos, en una elección separada en la junta general, siendo excluidos de aquella elección los accionistas mayoritarios. Los accionistas minoritarios tienen derecho a elegir un director por mayoría de las acciones, según se indica: (a) las acciones emitidas por sociedades públicas que representen a lo menos el 15% de las acciones con derecho a voto; (b) las acciones preferentes sin derecho a voto o con derecho a voto limitado, emitidas por sociedades públicas, que representen a lo menos el 10% del capital; y (c) si ninguno de los accionistas de los grupos ya mencionados son suficientes para cumplir con los quórums requeridos, ellos serán autorizados para elegir de forma conjunta un miembro del Consejo. Estos derechos solo pueden ser ejercidos por accionistas que han tenido las acciones, de manera ininterrumpida, por un plazo de tres meses anteriores a la fecha de la junta de accionistas.

Artículo 141 de la Ley de Sociedades.

Black, *et al.*, “*Corporate Governance in Brazil*”, *op. cit.*, pág 27.

tiene derecho a designar el mismo número de consejeros que los pueden designar los accionistas minoritarios más un representante adicional, independiente de lo que digan los estatutos sociales.<sup>102</sup>

**(d) Miembros Independientes:** La ley brasilera no define lo que se considera independiente, y tampoco requiere que la empresa tenga directores o consejeros independientes ni siquiera para formar el Comité Fiscal, que se explica a continuación. Sin embargo, de acuerdo a los requisitos establecidos por Bovespa, para estar listada en los segmentos denominados *Novo Mercado* y Nivel II, al menos un 20% del Consejo debe ser independiente. La definición de independencia dada por Bovespa es similar a la existente en Chile y requiere que no se tenga o haya tenido ciertos vínculos laborales, económicos, familiares, entre otros con la sociedad o su accionista controlador y/o personas relacionadas. Se establece expresamente que los miembros independientes pueden ser accionistas.<sup>103</sup> Según se señalará en el apartado 3.3 la contribución de Bovespa al mejoramiento del Gobierno Corporativo en Brasil es invaluable, por ejemplo, estableciendo mayores exigencias como es el caso de la independencia de los directores.

Estudios empíricos han reconocido que la falta de independencia de los directores es una de las debilidades considerables del Gobierno Corporativo Brasileiro, ya que la mayoría de los consejos están compuestos por un gran número de *insiders* o representantes del accionista o grupo controlador, y carecen de directores independientes.<sup>104</sup> De hecho, las sociedades brasileras en comparación con los estándares internacionales tienen un menor número de directores independientes.<sup>105</sup>

**(e) Pactos de Accionistas:** Si el pacto de accionistas es depositado en la compañía y, por lo tanto, hecho público, la sociedad está obligada a respetar sus disposiciones en materia de votaciones. Así si uno de los accionistas vota en forma contraria al contenido del pacto, los votos correspondientes a sus acciones no deben ser considerados en los resultados de la votación. Además los directores elegidos bajo los términos de un pacto deben emitir su voto de acuerdo a las disposiciones de aquel documento. Esta exigencia se encuentra en contradicción con aquella que establece que los directores deben actuar en el mejor interés de la compañía, incluso a expensas de los intereses de aquellos que los han elegido, lo que supone claramente una política contraria a las mejores prácticas de gobierno corporativo.<sup>106</sup>

**(f) Comité Fiscal:** La Ley de Sociedades en Brasil autoriza la creación de un órgano denominado Comité Fiscal, que no forma parte del Consejo, y que en la práctica se ha convertido en un sustituto del Comité de Auditoría que existe en otras legislaciones,<sup>107</sup> y que no es exigido por la Ley de Sociedades.<sup>108</sup> El Comité Fiscal está a cargo de la supervisión de los reportes financieros de manera

<sup>102</sup> Ver Nota *Supra* 95. Citando al Artículo 141 párrafo 7 de Ley de Sociedades.

<sup>103</sup> ROSC Brazil, *op. cit.*, pág. 4.

Bovespa, “*Novo Mercado Listing Rules*” disponible en <http://www.bmfbovespa.com.br/en-us/markets/download/regulamento.pdf>

Bovespa, “*Novo Mercado Listing Regulations*” disponible en <http://www.bmfbovespa.com.br/en-us/markets/download/regulamento-nivel-II-may10.pdf>

<sup>104</sup> Black, *et al.*, “*The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms*”, *op. cit.*, pág. 424.

<sup>105</sup> Black, *et al.*, “*Corporate Governance in Brazil*”, *op. cit.*, pág. 27.

<sup>106</sup> Black, *et al.*, “*The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms*”, *op. cit.*, pág. 422.

<sup>107</sup> Black, *et al.*, “*Corporate Governance in Brazil*”, *op. cit.*, págs. 30 y 31.

<sup>108</sup> Black, *et al.*, “*The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms*”, *op. cit.*, pág. 408.

similar a las actuaciones que realiza el Comité de Auditoría. Al no encontrarse dotado de poder de veto, sus funciones se limitan a informar a las juntas de accionistas de incumplimientos o irregularidades.<sup>109</sup>

**(g) Entrega de Información Financiera al Mercado:** Es otra de las áreas débiles del Gobierno Corporativo en Brasil, estando su desarrollo retrasado en comparación a los estándares internacionales. A título ejemplar, los informes sobre flujos de caja y los balances financieros trimestrales consolidados no son obligatorios.<sup>110</sup> Por ésta y otras razones similares es que el Banco Mundial establece que los principios de la OECD sobre divulgación de información y transparencia se encuentran parcialmente observados en Brasil.<sup>111</sup>

Es importante considerar que las leyes brasileras constituyen parte del marco regulatorio del Gobierno Corporativo. Atendido que los mínimos legales garantizados no alcanzan en diferentes materias los estándares adecuados, es que entidades privadas como Bovespa y el *Instituto Brasileiro de Governança Corporativa* (Instituto Brasilerio de Gobierno Corporativos), entre otros, han contribuido con el desarrollo de mejores estándares de acuerdo a lo que se explica a continuación.

### **2.3 Bovespa y su Contribución a la Mejora del Gobierno Corporativo Brasilerio**

Ante el escenario legal que vivía el Gobierno Corporativo Brasilerio a comienzo de la década pasada, de falta de protección de los minoritarios, y con el objetivo de crear un mercado más amigable con el inversionista, Bovespa lanzó en el año 2000 tres segmentos diferentes en que pueden listarse las empresas. Cada uno de estos segmentos tiene mayores exigencias en comparación a las establecidas por ley en lo relativo a Gobierno Corporativo y otorgan una mayor protección a los inversionistas minoritarios. Así desde el año 2001, Bovespa proporciona tres nuevos niveles Premium en que pueden listarse las empresas además del que ya existía. Es decir Bovespa proporciona cuatro niveles o segmentos en que pueden listarse las compañías y que son: Regular, Nivel I, Nivel II, y *Novo Mercado* (Nuevo Mercado). El segmento “Regular” es el que contiene los estándares más básicos de Gobierno Corporativo, que coinciden con los requisitos legales, y *Novo Mercado* corresponde a los estándares más exigentes.<sup>112</sup>

El establecimiento de diferentes niveles en que pueden listarse las empresas respondió a la necesidad de crear diversas alternativas para distintos tipos de empresas.<sup>113</sup>

Así, las empresas voluntariamente<sup>114</sup> pueden decidir si se incorporan en los Niveles I, II o *Novo Mercado*, o bien, si se mantienen en el segmento Regular. Si la empresa decide listarse en alguno de los

<sup>109</sup> Hans-Böckler-Foundation, “*Corporate Governance in Brazil. An International Trade Union Perspective*”, *op. cit.*, pág 22.

<sup>110</sup> Black, *et al.*, “*The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms*”, *op. cit.*, págs 385 y 424.

<sup>111</sup> ROSC Brazil, *op. cit.*, pág 20.

<sup>112</sup> De Carvalho, *et al.*, “*Can a Stock Exchange Improve Corporate Behavior?*”, *op. cit.*, págs 883 y 885.

<sup>113</sup> De Carvalho, *et al.*, “*Can a Stock Exchange Improve Corporate Behavior?*”, *op. cit.*, pág 885.

<sup>114</sup> *Idem.*

segmentos más exigentes, debe comprometerse a cumplir las condiciones establecidas para el segmento seleccionado.<sup>115</sup> Para tales efectos los accionistas controladores y los administradores de la empresa, por una parte, y Bovespa, por la otra, suscriben un contrato. Para asegurar el cumplimiento de dicho contrato, en éste se contemplan facultades para exigir su cumplimiento.<sup>116</sup>

Finalmente en el año 2006 Bovespa creó “*Bovespa Mais*” (Bovespa Más) destinado a empresas más pequeñas,<sup>117</sup> que desean ingresar al mercado de capitales de forma más gradual. Las empresas listadas en este segmento deben adherirse a prácticas de Gobierno Corporativo similares a las del segmento *Novo Mercado*.<sup>118</sup>

Estudios empíricos han demostrado que la migración de las empresas a los niveles superiores de Bovespa ha mejorado el retorno de las acciones de esas compañías y aumentado el volumen transado de las acciones sin derecho a voto.<sup>119</sup> También se considera que estos niveles superiores pueden ser un mecanismo útil para limitar el riesgo de expropiación por el controlador al que están expuestos los accionistas minoritarios,<sup>120</sup> y disminuir el costo de financiamiento de las empresas. Así se ha concluido que este sistema puede mejorar el bienestar de los inversionistas y fomentar el desarrollo del mercado de capitales.<sup>121</sup>

## **2.4 La CVM y el Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**

Adicionalmente a las mejoras realizadas al Gobierno Corporativo por Bovespa, entre los años 2002 y 2008 la CVM estableció regulaciones sobre aperturas a bolsas más exigentes así como se implementó mayor fiscalización al respecto<sup>122</sup> emitiendo también opiniones sobre los emisores y prácticas de mercado, que sirven como guía a los emisores e informan a los inversionistas de la legalidad de ciertas acciones.<sup>123</sup>

Desde el mundo privado, el *Instituto Brasileiro de Governança Corporativa* (Instituto Brasileiro de Gobierno Corporativo) ha sido un importante promotor del Gobierno Corporativo en Brasil.<sup>124</sup> Creado el año 1995<sup>125</sup> su objetivo principal es “sembrar la transparencia en la gestión de las empresas, la equidad entre los socios, la prestación de cuentas (*accountability*) y la responsabilidad corporativa”.<sup>126</sup> Este organismo se ha preocupado de difundir la importancia de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo entre las empresas brasileñas.<sup>127</sup>

<sup>115</sup> *Ídem*.

<sup>116</sup> ROSC Brazil, *op. cit.*, pág 5.

<sup>117</sup> Black, et al., “*The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms*”, *op. cit.*, pág 392.

<sup>118</sup> Bovespa, disponible en <http://www.bmfbovespa.com.br/en-us/markets/equities/companies/corporate-governance.aspx?idioma=en-us>

<sup>119</sup> De Carvalho, et al., “*Can a Stock Exchange Improve Corporate Behavior?*”, *op. cit.*, pág 901.

<sup>120</sup> De Carvalho, et al., “*Can a Stock Exchange Improve Corporate Behavior?*”, *op. cit.*, pág 886.

<sup>121</sup> Ver Nota *Supra* 117.

<sup>122</sup> Hans-Böckler-Foundation, “*Corporate Governance in Brazil. An International Trade Union Perspective*”, *op. cit.*, pág 5.

<sup>123</sup> Ver Nota *Supra* 114.

<sup>124</sup> *Ídem*.

<sup>125</sup> ROSC Brazil, *op. cit.*, pág 11.

<sup>126</sup> IBCG, página web.

<sup>127</sup> ROSC Brazil, *op. cit.*, pág 1.

Uno de sus aportes ha sido la dictación del Código de Mejores Prácticas Corporativas, cuya primera versión fue publicada el año 1999, la que se ha ido actualizando con el tiempo, y que su cuarta versión fue publicada el año 2009.<sup>129</sup> En este Código se establecen que el Gobierno Corporativo se basa en los siguientes principios básicos: transparencia, equidad, prestación de cuentas y responsabilidad corporativa.

Por último, existen recomendaciones sobre Gobierno Corporativo emitidas por la CVM durante el año 2002 y que exigen a las empresas registradas en ella reportar el cumplimiento de ciertas disposiciones sobre protección a los accionistas minoritarios, organización de las juntas de accionistas, auditoría independiente, entre otras, de acuerdo a la norma “Cumpla o Explique”. Sin embargo no existe evidencia que lo anterior haya sido implementado o exigido su cumplimiento.<sup>130</sup> Ciertos autores han señalando que se tratarían de meras recomendaciones, pero que no se aplicaría la norma “Cumpla o Explique”.<sup>131</sup>

## **2.5 Desafíos y Conclusiones respecto al Gobierno Corporativo en Brasil**

Una de las mayores dificultades que enfrenta el Gobierno Corporativo en Brasil dice en relación con las extracciones de valor que pueden realizar los accionistas mayoritarios a expensas de los minoritarios, debido a la gran cantidad de acciones sin derecho a voto que existen en el mercado brasileiro.<sup>132</sup> Otro problema importante es la influencia que son capaces de ejercer los accionistas mayoritarios sobre los directores de la sociedad.<sup>133</sup> Lo anterior son consecuencias de la gran concentración de la propiedad existente en este mercado.

Por otra parte, ciertas buenas prácticas de Gobierno Corporativo no son muy comunes en Brasil, como por ejemplo, el Comité Fiscal Permanente o el uso de arbitraje como medio para resolver los conflictos corporativos, entre otros.<sup>134</sup> De acuerdo a estudios empíricos realizados menos del 4% de las empresas brasileñas tienen “buenas” prácticas de Gobierno Corporativo.<sup>135</sup>

Mediante la reforma de ciertas leyes se ha tratado de mejorar los estándares de Gobierno Corporativo en Brasil. Sin embargo se ha visto que los procesos de creación de las normas pueden verse afectados por procesos políticos, como aquellos relatados por Gorga.<sup>136</sup>

Debido a lo anterior, es importante destacar el rol que ha jugado Bovespa en el desarrollo y mejoramiento de las prácticas de Gobierno Corporativo al crear los diferentes segmentos en que

<sup>128</sup> Ver Nota *Supra* 124.

<sup>129</sup> Carvalho Da Silva, Andre, Leal, Ricardo P.C, “Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil”, Revista Brasileira de Finanças, Volumen 3, Número 1, pág 3, 2005.

<sup>130</sup> ROSC Brazil, *op. cit.*, pág 19.

<sup>131</sup> Black, et al., “The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms”, *op. cit.*, pág 390.

<sup>132</sup> ROSC Brazil, *op. cit.*

<sup>133</sup> ROSC Brazil, *op. cit.*, pág 4.

<sup>134</sup> Carvalho, et al., “Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil”, *op. cit.*, pág 13.

<sup>135</sup> Carvalho. et al., “Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil”, *op. cit.*, pág 15. Hay que tener presente que este estudio fue publicado el año 2005, por lo que el porcentaje referido puede haber cambiado.

<sup>136</sup> Gorga, “Culture and Corporate Law Reform: A Case Study of Brazil”, *op. cit.*

pueden listarse una compañía. Así, las empresas pueden de forma gradual ir mejorando sus prácticas de Gobierno Corporativo, hasta llegar al nivel más exigente.

Los requisitos para estar listada en cada uno de los diferentes niveles de Bovespa, pueden resumirse en lo siguiente: **(a) Novo Mercado:** (i) tener solo acciones ordinarias (no pudiendo existir acciones preferentes sin derecho a voto); (ii) un mínimo de 25% de las acciones debe estar en *free float*; (iii) los directorios no pueden tener períodos escalonados por menos de 2 años, entre otros; **(b) Nivel II:** mantiene muchos de los estándares exigidos por el *Novo Mercado*, pero autoriza la existencia de acciones preferentes sin derecho a voto; **(c) Nivel I:** los requisitos para estar listada en este segmento se basan principalmente en obligaciones de divulgación de información incrementadas con relación a lo que la ley exige; y **(d) Nivel Regular:** no impone requisitos de Gobierno Corporativo adicionales a aquellos exigidos por ley.<sup>137</sup>

Por último se puede indicar que el mejoramiento de los estándares de Gobierno Corporativo que ha existido en Brasil durante los últimos años proviene principalmente del incremento en la independencia de los directores y también en un aumento del uso de los Comité de Auditorías.<sup>138</sup>

Sin embargo, todavía queda pendiente mejorar las normas sobre divulgación de información y mayor protección para los accionistas minoritarios.<sup>139</sup>

## CAPÍTULO TERCERO: GOBIERNO CORPORATIVO EN MÉXICO

### 3.1 Características del Mercado Accionario Mexicano

La economía mexicana se ha caracterizado por ser un mercado cerrado donde las empresas del Estado dominaban ciertos sectores.<sup>140</sup> Sin embargo, en los últimos 20 años el mercado mexicano se ha abierto al extranjero permitiendo el ingreso de inversionistas foráneos. Lo anterior ha tenido impacto en diferentes ámbitos, como por ejemplo, en la competitividad de las empresas mexicanas<sup>141</sup> y en el mejoramiento de la protección otorgada a los inversionistas, quienes han exigido la incorporación de buenas prácticas de Gobierno Corporativo.

En México al igual que ocurre en otros países de Latinoamérica existe una alta concentración de la propiedad de las empresas y del control sobre ellas,<sup>142</sup> los que en su mayoría se encuentran en poder de

<sup>137</sup> Bovespa, <http://www.bmfbovespa.com.br/en-us/markets/equities/companies/corporate-governance.aspx?idioma=en-us>.

<sup>138</sup> Black, *et al.*, "The Evolution of Corporate Governance in Brazil", *op. cit.*, pág 14.

<sup>139</sup> Ravelo, *et al.*, "Corporate Governance in Brazil", *op. cit.*, pág 332.

<sup>140</sup> Husted, Bryan, Serrano, Carlos; "Corporate Governance in México", *Journal of Business Ethics*, Volumen 37, Número 3, pág 337, 2002

<sup>141</sup> Nuñez, Georgina, Oneto, Andrés, Mendez de Paula, Germano; (Coordinadores), CEPAL "Gobernanza Corporativa y Desarrollo de Mercados de Capitales en América Latina", Capítulo VIII, Gobernanza Corporativa: El Caso de México. Héctor Vicencio Brambila, pág 281, 2009.

<sup>142</sup> Chong, Alberto, Guillen, Jorge, Lopez-de Silanes, Florencio; "Corporate Governance Reform and Firm Value in México: an Empirical Assessment", *Journal of Economic Policy Reform*, Volumen 12, Número 3, pág 168, 2009. Algunos dicen que esta alta concentración puede ser una respuesta a la falta de protección legal existente para los inversionistas.

Ruiz-Porras, Antonio, Steinwascher Sacio, William Henry, "Gobierno Corporativo, Diversificación Estratégica y Desempeño Empresarial en México", *Revista de Administración, Finanzas y Economía*, Volumen 2, Número 1, pág 60, 2008.

familias<sup>143</sup> y los grupos familiares creados para estos efectos. Según el estudio realizado por La Porta y otros “México es el país con más alta proporción de empresas bajo control familiar”.<sup>144</sup> En este sentido, al menos un 90% de las empresas mexicanas tienen concentrada su propiedad<sup>145</sup> y en promedio las familias son dueñas de un 44% de ellas.<sup>146</sup> Otro estudio empírico señala al respecto que los accionistas mayoritarios de empresas listadas concentran, en promedio, un 65,8% de su propiedad.<sup>147</sup>

Los mecanismos utilizados en México para lograr el control de las compañías son las estructuras piramidales en conjunto con la emisión de acciones sin derecho a voto o con derecho a voto limitado. También es habitual que exista tenencia cruzada de acciones de diferentes compañías que pertenecen a un mismo grupo.<sup>149</sup>

Los grupos familiares utilizan el control que tienen en las empresas para intervenir en la designación de los integrantes de la administración de ellas. Así, la administración generalmente se encuentra integrada por miembros de la familia controladora o personas con vínculos de amistad, laborales, entre otros, con ella.<sup>150</sup> Lo anterior lógicamente disminuye los niveles de independencia de los administradores.<sup>151</sup> Además, esta circunstancia es considerada un factor de riesgo que genera diferencias entre los accionistas controladores y los minoritarios.<sup>152</sup>

La concentración de la propiedad de las empresas en manos de los grupos familiares es un fenómeno común en los diferentes sectores de la economía mexicana, tales como industria, salud, telecomunicaciones, etc.<sup>153</sup>

Al igual que lo que ha ocurrido en el caso de Chile las administradoras de fondos para el retiro (“Afores”), o fondos de pensiones, han jugado un papel relevante en el desarrollo del mercado de valores mexicano.<sup>154</sup> Actualmente, a diferencia de lo que ocurría en el pasado, las Afores pueden

<sup>143</sup> Husted, et al., “Corporate Governance in México”, *op. cit.*, pág 338. Citando a La Porta et al., 1999.

<sup>144</sup> Rocha González, Jorge Miguel, “Consejos de Administración y Gobernanza”, *Revista Mexicana de Sociología*, Volumen 73, Número 2, pág 271, 2011. Citando a La Porta, Rafael, Florencio, Lopez-De-Silanes y Andrei Shleifer, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 106 (6), 1133-1155, 1998.

<sup>145</sup> Price, Richard, Román Francisco, Rountree, Brian; “The Impact of Corporate Reform on Performance and Transparency”, *Journal of Financial Economics*, Volumen 99, pág 77, 2011. Estudio realizado el año 2004, respecto de las empresas no financieras listadas en la BMV.

<sup>146</sup> San Martín Reyna, Juan Manuel, Durán Vazquez, Rocío Lorenzo Valdés, Arturo; “Corporate Governance, Ownership Structure and Performance in Mexico”, *International Business Research*, Volumen 5, Número 11, pág 21, 2012. De acuerdo al estudio realizado por los autores antes mencionados respecto de 90 empresas mexicanas durante el período 2004-2009.

<sup>147</sup> Nuñez, et al., “Gobernanza Corporativa y Desarrollo de Mercados de Capitales en América Latina”, Capítulo VIII, *op. cit.*, pág 303. Citando a Board Index, Eggers, 2007.

<sup>148</sup> Castañeda Ramos, Gonzalo; “Corporate Governance in México”, *The Latinamerican Corporate Governance Roundtable*, Brasil, Organization for Economic Co-operation and Development in Cooperation with The World Bank Group, pág 3, 2000.

Hernández López, Mario Humberto; “Gobernanza Corporativa y Matriz Institucional en México”, *gestión y Estrategia*, Número 42, pág 26, 2012. Las acciones con derecho a voz y voto limitado se denominan acciones “L”.

<sup>149</sup> Husted, et al., “Corporate Governance in México”, *op. cit.*, págs 341 y 342.

<sup>150</sup> San Martín, et al., “Corporate Governance, Ownership Structure and Performance in Mexico”, *op. cit.*, página 22.

Hernández, “Gobernanza Corporativa y Matriz Institucional en México”, *op. cit.*, pág 26.

<sup>151</sup> Austen, Lizabeth, Reisch, John, Seese, Larry; “Actions speak Louder than Words: A Case Study on Mexican Corporate Governance”, *Issues in Accounting Education*, Volumen 22, Número 4, pág 662, 2007.

<sup>152</sup> Hernández, “Gobernanza Corporativa y Matriz Institucional en México”, *op. cit.*, pág 31.

<sup>153</sup> San Martín, et al., “Corporate Governance, Ownership Structure and Performance in Mexico”, *op. cit.*, pág 17. De acuerdo al estudio realizado por los autores antes mencionados respecto de 90 empresas mexicanas durante el período 2004-2009, un 71,1% de las empresas listadas en la BMV eran controlados por familias.

<sup>154</sup> Richt Grande Ampudia, James, “Corporate Governance in Mexico”, *International Financial Law Review*, supl. The IFLR Guide to Corporate Governance, pág 1, 2001.

invertir en acciones locales.<sup>155</sup> Sin embargo, el mercado mexicano se caracteriza por ser pequeño, aunque con posibilidades de crecimiento.<sup>156</sup>

La alta concentración de la propiedad accionaria, la débil protección de los derechos de intereses de los accionistas minoritarios,<sup>157</sup> la competencia que enfrentan las empresas mexicanas para atraer capitales extranjeros y también de las exigencias de la comunidad mundial,<sup>158</sup> han sido algunos de los factores que han promovido el desarrollo de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo.<sup>159</sup>

### **3.2 Marco Regulatorio del Gobierno Corporativo en México**

Como se señala anteriormente, la globalización, la apertura del comercio mexicano y la necesidad de capitales extranjeros para las empresas mexicanas, entre otros, han promovido el desarrollo del Gobierno Corporativo en México.<sup>160</sup>

El año 2001 las leyes que regulan el Gobierno Corporativo de las empresas mexicanas fueron reformadas, con el objetivo de fortalecer los derechos de los accionistas minoritarios y la independencia de la administración, aumentar las facultades de la CNBV, etc.,<sup>161</sup> siendo la finalidad general de estas reformas obtener un Gobierno Corporativo más transparente y eficiente.<sup>162</sup>

El marco regulatorio del Gobierno Corporativo en México se encuentra contenido en las siguientes normas: Código de Comercio, **Ley General de Sociedades Mercantiles**, en adelante la “**LGSM**”, **Ley de Mercado de Valores**, en adelante la “**LMV**”, y Ley de Concursos Mercantiles, entre otras.<sup>163</sup> Atendida su importancia para el Gobierno Corporativo mexicano a continuación se describirá brevemente la LGSM y la LMV:<sup>164</sup>

**(a) LGSM:** fue dictada en el año 1934 y ha sido modificada en reiteradas ocasiones, siendo la última reforma la efectuada en el año 2011. La LGSM es la encargada de regular el establecimiento y constitución, funcionamiento y administración, disolución y liquidación, entre otros, de las sociedades anónimas y de otros tipos de sociedades.<sup>167</sup> Adicionalmente, las sociedades que se

<sup>155</sup> Asociación Mexicana de Afores, disponible en <http://www.amafore.org/inversi%C3%B3n-de-recursos>.

<sup>156</sup> Cruz, Guillermo; Deloitte, “Resumen Ejecutivo de la Nueva Ley de Mercado de Valores”, *op. cit.*, pág 1.

<sup>157</sup> Price, et al., “The impact of Corporate Reform on Performance and Transparency”, *op. cit.*, pág 76.

<sup>158</sup> “Mexico Takes on Corporate Governance Challenges”, *International Financial Review*, pág 62-64, 2003.

<sup>159</sup> Chong, et al., “Corporate Governance Reform and Firm Value in México: an Empirical Assessment”, *op. cit.*, pág 164.

<sup>160</sup> Hernández, “Gobernanza Corporativa y Matriz Institucional en México”, *op. cit.*, págs 24 y 25,

<sup>161</sup> Delgado Martínez, Irma; “Algunas Reflexiones sobre el Gobierno Corporativo”, *Dimensión Económica*, Instituto de Investigaciones Económicas, Volumen 1, Número 2, 2010.

Creel, Carlos, García-Mingo, Alfonso; “Corporate Governance under Mexican Law”, *International Financial Law Review*, supl. The IFLR Guide to México, pág 1, 2001.

<sup>162</sup> Ver Nota *Supra* 152.

<sup>163</sup> Nuñez, Georgina, Oneto, Andrés; (Coordinadores), CEPAL – Colección Documentos de Proyectos, “Gobernanza Corporativa en Brasil, Colombia, México. La determinación del Riesgo en la Emisión de Instrumentos de Deuda Corporativa”, Capítulo V, Gobernanza Corporativa en México y determinación del riesgos en la emisión de los instrumentos de deuda. Pedro Espinosa Langle, pág 177, 2012. Por ejemplo a las empresas financieras se les aplica una normativa propia y adicional.

<sup>164</sup> Nuñez, et al., “Gobernanza Corporativa y Desarrollo de Mercados de Capitales en América Latina”, Capítulo VIII, *op. cit.*, pág 284.

<sup>165</sup> Publicada en el Diario Oficial de la Federación el 4 de agosto de 1934.

<sup>166</sup> Richt, “Corporate Governance in Mexico”, *op. cit.*, pág 2.

<sup>167</sup> Ver Nota *Supra* 161.

encuentran listadas en Bolsa son reguladas por la LMV.<sup>168</sup> La LGSM se aplica en forma supletoria a las sociedades listadas, en la medida que la LMV no tenga una norma especial al respecto.<sup>169</sup>

**(b) LMV:** en el año 2006<sup>170</sup> entró en vigencia una nueva Ley de Mercado de Valores, en adelante la “NLMV”, que ha sido modificada en dos oportunidades desde su dictación, en los años 2007 y 2009, respectivamente.<sup>171</sup> En ella “se describen las funciones, responsabilidades y actividades de cada uno de los órganos de Gobierno Corporativo.”<sup>172</sup>

La finalidad de la NLMV es promover el crecimiento del mercado bursátil mexicano mediante la creación de nuevas figuras legales, adicionales al tipo de sociedad anónima existente, que fomenten el ingreso de nuevas empresas al mercado de capitales.<sup>173</sup>

Estos nuevos tipos de sociedades se diferencian en sus requisitos relacionados con Gobierno Corporativo,<sup>174</sup> promoviendo el ingreso al mercado bursátil de manera paulatina.<sup>175</sup> Estas nuevas formas societarias son las siguientes: la Sociedad Anónima Promotora de Inversión (“SAPI”), la Sociedad Anónima Promotora Bursátil (“SAPIB”) y la Sociedad Anónima Bursátil (“SAB”), las que se describen brevemente a continuación:

**(i) SAPI:** es una sociedad anónima regular la cual se encuentra exenta del cumplimiento de ciertas disposiciones de la LGSM, con el objetivo de promover la inversión y el desarrollo del mercado de valores.<sup>176</sup> Por ejemplo, no se le exige tener consejeros independientes, así como tampoco los Comités de Prácticas Societarias ni el de Auditoría.<sup>177</sup> A pesar que estas sociedades se encuentran reguladas en la LMV, son consideradas sociedades cerradas cuyas acciones no están listadas.<sup>178</sup> Se consideran una transición de una empresa cerrada a una abierta.<sup>179</sup>

**(ii) SAPIB:** Este tipo de sociedad “ofrece los mismos derechos que la SAB, pero con menores requisitos de información y de Gobierno Corporativo”, además durante el plazo de 3 años pueden transformarse en SAP.<sup>180</sup> Debe tener al menos un consejero independiente y tiene los mismos requisitos

<sup>168</sup> Artículo 7 de la LMV.

<sup>169</sup> Ver Nota *Supra* 164. En la actual LMV el artículo 5 dispone lo siguiente: “La legislación mercantil, los usos bursátiles y mercantiles y la legislación civil federal, en el orden citado, serán supletorios de la presente Ley”.

<sup>170</sup> Publicada en el Diario Oficial de la Federación el 30 de diciembre de 2005.

<sup>171</sup> Decreto publicado en el Diario Oficial de la Federación el 28 de junio de 2007, que modificó la NLMV entre otros cuerpos normativos. Decreto publicado en el Diario Oficial de la Federación el 6 de mayo de 2009 que modificó la NLMV. Las modificaciones efectuadas por estas reformas son menores.

<sup>172</sup> Deloitte, “*Perfil de Gobierno Corporativo*”, disponible en <http://www.corpgov.deloitte.com/site/MexEsp/perfil-de-gobierno-corporativo/> Última vista 9 de septiembre de 2013.

<sup>173</sup> Ver Nota *Supra* 162.

Cruz, “*Resumen Ejecutivo de la Nueva Ley de Mercado de Valores*”, *op. cit.*, pág 1.

<sup>174</sup> Ver Nota *Supra* 162.

<sup>175</sup> Nuñez, *et al.*, “*Governanza Corporativa y Desarrollo de Mercados de Capitales en América Latina*”, Capítulo VIII, *op. cit.*, pág 309.

<sup>176</sup> Franck, Antonio; “*New Mexican Corporate Structure Sociedad Anónima Promotora de Inversión*”, *Law and Business Review of the Americas*, Volumen 13, pag 231, 2007.

<sup>177</sup> Nuñez, *et al.*, “*Governanza Corporativa y Desarrollo de Mercados de Capitales en América Latina*”, Capítulo VIII, *op. cit.*, pág 285.

<sup>178</sup> IFRL, “*SAPIs to Promote Private Equity in México*”, disponible en <http://www.ifrl.com/Article/1984607/SAPIs-to-promote-private-equity-in-Mexico.html>.

<sup>179</sup> *Ídem.*

<sup>180</sup> Bolsa Mexicana de Valores, “*Sociedad Anónima Promotora de Inversión Bursátil*”, disponible en <http://bolsamexicanadevalores.com.mx/sociedad-anonima-promotora-de-inversion-bursatil/>.

que la SAP respecto del Comité de Prácticas Societarias y el Comité de Auditoría.<sup>181</sup> Solo pueden invertir en ellas inversionistas institucionales y calificados.<sup>182</sup>

**(iii) SAB:** es la que tiene los estándares de Gobierno Corporativo más exigente. La NLMV establece que al menos un 25% de sus consejeros debe ser independiente, deben tener un Comité de Prácticas Societarias integrado y presidido por consejeros independientes y están obligadas a formar un Comité de Auditoría.<sup>183</sup> Pueden hacer oferta pública de valores y en ellas puede invertir el público en general.

Es necesario señalar que en México, para poder efectuar oferta de valores al público es necesario que estos se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores.<sup>184</sup>

Finalmente es necesario destacar que las SAPI no se encuentran bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Bancaria y de Valores, en adelante “CNBV”,<sup>185</sup> que es el ente regulador del mercado bursátil mexicano.

Adicionalmente, forma parte también del marco regulatorio del Gobierno Corporativo Mexicano la normas dictadas por la Bolsa de Valores Mexicana,<sup>186</sup> en adelante “BVM”.

### **A continuación se describirán algunas de las características que se consideran más particulares con relación al marco regulatorio del Gobierno Corporativo de las empresas mexicanas:**

**(a) Derecho a voto:** La regla general contenida en la LGSM en su artículo 12, es que las “acciones serán de igual valor y conferirán iguales derechos” sin embargo se autoriza la existencia de acciones con distintos derechos. En consecuencia, la regla general es que a cada acción le corresponde un voto, pero se permite que existan acciones con derecho a voto limitado, siempre que se establezca así en los estatutos sociales.<sup>187</sup> Estas acciones tienen una preferencia respecto de las ordinarias con relación a los dividendos.<sup>188</sup> De acuerdo a lo establecido en la LMV, la regla general es que las sociedades anónimas bursátiles no pueden emitir acciones en la que los derechos de los accionistas se encuentren limitados, salvo las mismas excepciones contempladas en la ley, que establecen que dicho tipo de acciones no puede ser mayor al 25% del total de las acciones, o cuando dichas acciones puedan de forma obligatoria convertirse en ordinarias en un plazo máximo de 5 años.<sup>189</sup>

<sup>181</sup> Ver Nota *Supra* 175.

<sup>182</sup> Ver Nota *Supra* 176.

<sup>183</sup> Ver Nota *Supra* 161.

Ver Nota *Supra* 175.

<sup>184</sup> Artículo 7 de la Ley de Mercado de Valores.

<sup>185</sup> Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo; “*Guía Práctica para la Institucionalización de las Empresas: Acceso al Mercado de Valores y Mejora del Gobierno Corporativo*”, pag 11, 2009.

En abril del año 1995, mediante la “*Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores*”, se aprobó la consolidación de la Comisión Nacional Bancaria y a la Comisión Nacional de Valores en un solo órgano correspondiente a la CNBV. <http://www.cnbv.gob.mx/CNBV/Historia/Paginas/Fusi%C3%B3n-de-la-CNB-y-CNV.aspx>

<sup>186</sup> Ver Nota *Supra* 156.

<sup>187</sup> De acuerdo a lo establecido en el Artículo 113 de la LGSM “Cada acción sólo tendrá derecho a un voto”. Puede pactarse que parte de las acciones tenga derecho de voto para determinados asuntos tratados en las Asambleas Extraordinarias.

<sup>188</sup> Nuñez, *et al.*, “*Governanza Corporativa y Desarrollo de Mercados de Capitales en América Latina*”, Capítulo VIII, *op. cit.*, pág 287.

Artículo 113 LGSM.

<sup>189</sup> Artículo 54 de la LMV.

**(b) Administración:** Puede estar a cargo de un consejero (administrador individual) o de un consejo de administración.<sup>190</sup> Estos cargos son temporales y revocables.<sup>191</sup> De acuerdo a la LGSM si son dos o más consejeros, estos deben formar el Consejo de Administración.<sup>192</sup>

Las sociedades anónimas bursátiles son administradas por un consejo de administración y un director general.<sup>193</sup> El número máximo de consejeros es de 21 integrantes.<sup>194</sup> Algunas de las funciones del Consejo Administrador es establecer las estrategias de la compañía<sup>195</sup> y vigilar el funcionamiento de la sociedad, asesorado para ello por el Comité de Prácticas Societarias, el Comité de Auditoría y del auditor externo.<sup>196</sup>

La NLMV consagra los deberes de los directores, tales como, el deber de diligencia,<sup>197</sup> el deber de confidencialidad y lealtad de los consejeros.<sup>198</sup>

**(c) Elección del Consejo de Administración:** La Asamblea de Accionistas es el órgano encargado de elegir al administrador de la sociedad o al Consejo de Administradores.<sup>199</sup> Los accionistas minoritarios que representen el 10% del capital de la sociedad pueden nombrar a un miembro del consejo.<sup>200</sup>

**(d) Consejeros Independientes:** La NLMV establece que al menos un 25% de los consejeros deberá ser independiente.<sup>201</sup> El artículo 26 de la referida ley establece los requisitos con los que debe cumplir un consejero independiente para ser elegido, tales como “experiencia, capacidad y prestigio profesional” y las condiciones necesarias para que sea considerado independiente. Para esto se requiere que los consejeros puedan ejercer su cargo libres de conflictos de interés y se señalan ciertas circunstancias correspondientes a vínculos de parentesco, laborales, económicos, entre otros, que impiden considerar a un consejero como independiente.

En consecuencia, de acuerdo a la NLMV si el grupo controlador o un miembro de éste tiene una influencia significativa en un consejero o una relación con él, afecta su independencia. La NLMV no establece un porcentaje de propiedad que determine el umbral considerado para ejercer “influencia significativa”, pero el Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo señala un 20%.<sup>202</sup>

<sup>190</sup> Creel, et al., “Corporate Governance under Mexican Law”, *op. cit.*, pág 2.

<sup>191</sup> Artículo 142 de la LGSM. Sin embargo el Artículo 155 de la LGSM establece lo siguiente que pueden revocarse en forma individual los consejeros, y el consejo seguir funcionando siempre que reúnan el quórum estatutario. Esta norma puede ser una fuente de abusos por parte del accionista controlador.

<sup>192</sup> Artículo 143 de la LGSM.

<sup>193</sup> Artículo 23 de la Ley de Mercado de Valores.

<sup>194</sup> Artículo 24 de la Ley de Mercado de Valores.

<sup>195</sup> Nuñez, et al., “Governanza Corporativa en Brasil, Colombia, México. La determinación del Riesgo en la Emisión de Instrumentos de Deuda Corporativa”, Capítulo V, *op. cit.*, pág 178. Citando Artículo 28 de la Ley de Mercado de Valores.

<sup>196</sup> *Ídem.* Citando Artículo 41 de la Ley de Mercado de Valores.

<sup>197</sup> Artículo 30 y siguientes de la Ley de Mercado de Valores.

<sup>198</sup> Artículo 34 y siguientes de la Ley de Mercado de Valores.

<sup>199</sup> Artículo 181 de la LGSM.

<sup>200</sup> Artículo 50 de la Ley de Mercado de Valores.

<sup>201</sup> Artículo 24 de la Ley de Mercado de Valores.

<sup>202</sup> OECD, “Achieving Effective Boards. A comparative Study of Corporate Governance Frameworks and Board Practices in Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Panama y Peru”, Junio 2011, página 35.

En julio de 2011, PriceWaterhouseCoopers realizó una encuesta denominada “Encuesta de Gobierno Corporativo de México”. De acuerdo a sus resultados los Consejos de Administración se encuentran integrados en promedio por 9,5 consejeros de los cuales un 33% son considerados independientes.<sup>203</sup> En este mismo sentido, un estudio señala que en las empresas listadas un 40,4% de los consejeros son independientes, y solo un reducido número de compañías no cumple con el mínimo de consejeros independientes requeridos por ley.<sup>204</sup>

**(e) Pactos de Accionistas:** El Artículo 198 de la LGSM establece que cualquier acuerdo que restrinja la libertad de votar de los accionistas es nulo. Es una de las disposiciones más importantes de la ley antes mencionada.<sup>205</sup>

**(f) Comité de Auditoría:** La NLMV permite expresamente la creación de comités dentro del Consejo de Administración. Con relación al Comité de Auditoría, este se le exige a las SABIP y SAB y se establece que deberán estar compuestos únicamente por miembros independientes,<sup>206</sup> de acuerdo a las características ya mencionadas. Asimismo, la NLMV también se encarga de regular las actividades del Comité de Auditoría.<sup>207</sup>

### **3.3 El Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo y la Bolsa Mexicana de Valores**

En el año 1999, la entidad privada denominada Consejo Coordinador Empresarial, en adelante el “CCE”,<sup>208</sup> “creó el Comité de Mejores Prácticas Corporativas, con el objetivo de analizar los lineamientos entonces vigentes y mejorar las prácticas de gobierno corporativo en México”.<sup>209</sup>

El CCE invitó a representantes de distintos sectores de la economía mexicana, para preparar un código sobre las mejores prácticas en Gobierno Corporativo. Para estos efectos se realizó un estudio comparado de la materia y se incluyeron aquellos principios que se consideraron más apropiados para la realidad mexicana.<sup>210</sup> El resultado de dicho proceso es el Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo, en adelante el “Código”, cuya primera versión fue publicado en el año 1999, y que ha sido modificado posteriormente en dos ocasiones, en los años 2006 y 2010, respectivamente. El Código tiene como objetivos mejorar la transparencia de las empresas e incrementar la confianza de los inversionistas.<sup>211</sup>

<sup>203</sup> Nuñez, et al., “*Governanza Corporativa en Brasil, Colombia, México. La determinación del Riesgo en la Emisión de Instrumentos de Deuda Corporativa*”, Capítulo V, *op. cit.*, pág 179.

<sup>204</sup> Nuñez, et al., “*Governanza Corporativa y Desarrollo de Mercados de Capitales en América Latina*”, Capítulo VIII, *op. cit.*, pág 298. Citando a Board Index de la revista de Líderes Mexicanos, Eggers, 2007.

<sup>205</sup> Richt, “*Corporate Governance in Mexico*”, *op. cit.*, pág 2.

<sup>206</sup> Artículo 25 de la Ley de Mercado de Valores.

<sup>207</sup> Artículo 42 de la Ley de Mercado de Valores.

<sup>208</sup> Ver Nota *Supra* 156.

<sup>209</sup> Delgado, “*Algunas Reflexiones sobre el Gobierno Corporativo*”, *op. cit.*

<sup>210</sup> Ver Nota *Supra* 156.

<sup>211</sup> Ver Nota *Supra* 143.

Es importante señalar que se trata de un Código voluntario que contiene recomendaciones que son consideradas como buenas prácticas corporativas<sup>212</sup> o como mecanismos que promueven el buen gobierno corporativo.<sup>213</sup>

Así, el Código establece que “se considera que un buen sistema de gobierno corporativo contenga como principios básicos los siguientes: 1. Trato igualitario y la protección de los intereses de todos los accionistas. 2. El reconocimiento de la existencia de los terceros interesados en el buen desempeño, la estabilidad y la permanencia en el tiempo de la sociedad. 3. La emisión y revelación responsable de la información, así como la transparencia en la administración. 4. El aseguramiento de que exista la visión estratégica de la sociedad, así como la vigilancia y el efectivo desempeño de la administración. 5. El ejercicio de la responsabilidad fiduciaria del Consejo de Administración. 6. La identificación, la administración, el control y la revelación de los riesgos a que está sujeta la sociedad. 7. La declaración de principios éticos y de responsabilidad social empresarial. 8. La prevención de operaciones ilícitas y conflictos de interés. 9. La revelación de hechos indebidos y la protección a los informantes. 10. El cumplimiento de las distintas regulaciones a las que está sujeta la sociedad. 11. El dar certidumbre y confianza a los inversionistas y terceros interesados sobre la conducción honesta y responsable de los negocios de la sociedad.”<sup>214</sup>

Si bien, como ya se indicó, las disposiciones del Código no son obligatorias, sino meras recomendaciones, en el año 2000 la CNBV dictó la Circular 11-29, de fecha 31 de diciembre de 1997, que obliga a los emisores de valores a dar a conocer, en forma periódica, su grado de adhesión a las prácticas establecidas en el Código.<sup>215</sup>

Adicionalmente, la BVM ha sido también uno de los mayores propulsores del desarrollo del Gobierno Corporativo en México.<sup>216</sup> El Código antes mencionado incluye en uno de sus anexos un cuestionario para medir el grado de cumplimiento de las prácticas en este descritas. La BMV exige que las empresas listadas en ellas completen y hagan público este informe una vez al año.<sup>217</sup>

El cumplimiento de las disposiciones contenidas en el Código ha aumentado considerablemente desde su dictación.<sup>218</sup> De hecho en el año 2004, un 79% de las empresas cumplían con tres cuartas partes o más de las disposiciones del Código.<sup>219</sup>

En consecuencia, algunos autores señalan que este Código es el gran contribuyente a que el tema de Gobierno Corporativo haya tomado importancia en México.<sup>220</sup>

<sup>212</sup> Chong, *et al.*, “Corporate Governance Reform and Firm Value in México: an Empirical Assessment”, *op. cit.*, pág 170.

<sup>213</sup> Price, *et al.*, “The impact of Corporate Reform on Performance and Transparency”, *op.cit.*, pág 78.

<sup>214</sup> Código de Mejores Prácticas Corporativas, México, 2010, página 10.

<sup>215</sup> Richt, “Corporate Governance in Mexico”, *op. cit.*, pág 2.

<sup>216</sup> Nuñez, *et al.*, “Governanza Corporativa y Desarrollo de Mercados de Capitales en América Latina”, Capítulo VIII, *op. cit.*, pág 308

<sup>217</sup> *Ídem.*

<sup>218</sup> Ver Nota *Supra* 143.

<sup>219</sup> *Ídem.*

<sup>220</sup> Nuñez, *et al.*, “Governanza Corporativa y Desarrollo de Mercados de Capitales en América Latina”, Capítulo VIII, *op. cit.*, pág 282.  
IGLCA y Global Corporate Governance Forum, “Gobierno Corporativo en Latinoamérica 2010-2011”, *op. cit.*, pág 49.

Sin embargo, muchas veces el cumplimiento de las disposiciones del Código puede ser meramente formal, como es el caso de la independencia de los directores. Un ejemplo de lo anterior es el caso de *interlocking* de directores,<sup>221</sup> que se refiere a la situación en la que una persona es director de diferentes empresas a la vez, por lo que la conexión de las sociedades a través de sus directores comunes puede afectar el actuar y desempeño del directorio.<sup>222</sup>

### **3.4 Desafíos y Conclusiones respecto al Gobierno Corporativo en México**

En México se decidió que las mejoras de Gobierno Corporativo se realizarían mediante reformas legales.<sup>223</sup> Sin embargo, el mercado bursátil no se ha desarrollado de la forma esperada<sup>224</sup> y siguen existiendo falencias en la protección a los accionistas minoritarios,<sup>225</sup> las que aún debe mejorarse.<sup>226</sup> Con relación a lo anterior, se señala que el efecto de las modificaciones a la LMV ha sido escaso, en parte debido a que las nuevas exigencias se aplican solamente a las nuevas empresas.<sup>227</sup>

Por su parte, el cumplimiento de las recomendaciones contenidas en el Código no se encuentra generalmente asociado con mejoras en el desempeño de la compañía o en la transparencia de sus reportes financieros.<sup>228</sup> Ciertos autores, tras haber desarrollado estudios empíricos, han llegado a la conclusión de que Códigos como el existente en México no son suficientes para mejorar los estándares de Gobierno Corporativo cuando existe una gran concentración de la propiedad y del control.<sup>229</sup> En consecuencia la dictación del Código tampoco ha sido suficiente para mejorar el Gobierno Corporativo en México.<sup>230</sup>

## **CAPÍTULO CUARTO: GOBIERNO CORPORATIVO EN COLOMBIA**

### **4.1 Características del Mercado Accionario Colombiano**

La concentración de la propiedad es también una característica de las empresas colombianas, al igual de lo que ocurre en los países hasta ahora analizados. La mayoría de los accionistas controladores en Colombia son grupos económicos, que en sus inicios fueron grupos familiares.<sup>231</sup>

<sup>221</sup> Ver Nota *Supra* 143.

<sup>222</sup> Santosa, Rafael Liza, da Silveira, Alexandre di Miceli, Barrosa, Lucas Ayres; "Board Interlocking in Brazil Directors. Participation in Multiple Companies and Its Effect on Firm Value and Profitability" Latin American Business Review Volumen 13, Número 1, página 3, 2012.

<sup>223</sup> Ver Nota *Supra* 173.

<sup>224</sup> Nuñez, et al., "Gobernanza Corporativa y Desarrollo de Mercados de Capitales en América Latina", Capítulo VIII, *op. cit.*, pág 329.

<sup>225</sup> Nuñez, et al., "Gobernanza Corporativa y Desarrollo de Mercados de Capitales en América Latina", Capítulo VIII, *op. cit.*, pág 326.

<sup>226</sup> *Ídem*.

<sup>227</sup> Ver Nota *Supra* 173.

<sup>228</sup> Price, et al., "The impact of Corporate Reform on Performance and Transparency", *op. cit.*, pág 93.

<sup>229</sup> Ver Nota *Supra* 143.

<sup>230</sup> Price, et al., "The impact of Corporate Reform on Performance and Transparency", *op. cit.*, pág 92.

<sup>231</sup> Pombo, Carlos, Gutiérrez, Luis; "Corporate Governance and Firm Valuation in Colombia", Banco Interamericano del Desarrollo, Departamento de Investigación, Working Paper #568, pág 10, 2007.

De acuerdo a un estudio realizado, en la mayoría de las empresas los cuatro mayores accionistas tienen más del 51% de los derechos económicos de ellas.<sup>232</sup> Adicionalmente, se ha detectado que la tendencia es el aumento en la concentración de la propiedad de las empresas.<sup>233</sup> Lo anterior se ve comprobado con el hecho de que el sector corporativo colombiano es controlado principalmente por cuatro grupos económicos.<sup>234</sup>

Otra característica del mercado de valores colombiano es su lento desarrollo y escasa profundidad.<sup>235</sup> Sin perjuicio de lo anterior, se considera que debido al crecimiento de las empresas colombianas, un mayor nivel de inversiones en el exterior, la existencia del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA, que integra las bolsas de comercio de Chile, Colombia y Perú) y de la Alianza del Pacífico, se está generando un mayor dinamismo en el mercado colombiano que debería mostrar sus efectos en los próximos años.

Por su parte, se reconoce que la concentración de la propiedad de las empresas colombianas es una de las causantes del poco dinámico desarrollo de los asuntos relacionados con el Gobierno Corporativo.<sup>236</sup>

Sin perjuicio de lo anterior, el Gobierno Corporativo en Colombia se ha promovido mediante diferentes mecanismos: la dictación de nueva regulación, los códigos de buenas prácticas e iniciativas privadas.<sup>237</sup> Dentro de las entidades privadas la Confederación de Cámaras de Comercio, en adelante “**Confecamaras**”, ha tenido especial incidencia en el desarrollo del Gobierno Corporativo Colombiano.<sup>238</sup> Por su parte la Superintendencia Financiera de Colombia ha promovido interesantes avances con respecto al Gobierno Corporativo en Colombia, especialmente mediante la dictación de normas relacionadas con Códigos de Gobierno Corporativo como se indica a continuación.

#### **4.2 Marco Regulatorio del Gobierno Corporativo en Colombia**

Al igual que en los otros países de Latinoamérica antes analizados, en Colombia la normas sobre Gobierno Corporativo pueden encontrarse en diferentes fuentes. Es decir, no existe una única ley que regule todos los aspectos del Gobierno Corporativo.<sup>239</sup>

<sup>232</sup> *Ídem*. Citando a Gutiérrez et al., 2006.

<sup>233</sup> Ver Nota *Supra* 229.

<sup>234</sup> World Bank, Report on the Observance of Standards and Codes, “Corporate Governance Country Assessment Colombia”, 2003, en adelante “ROSC Colombia”, pág 2.

<sup>235</sup> Nuñez, Georgina, Oneto, Andrés, (Coordinadores) CEPAL – Colección Documentos de Proyectos, “*Gobernanza Corporativa en Brasil, Colombia, México. La determinación del Riesgo en la Emisión de Instrumentos de Deuda Corporativa*”, Capítulo IV, Sanín, Eulalia, Artegada, Santiago, “*Gobernanza Corporativa en y emisión de instrumentos de deuda corporativa en Colombia*”, pág 116, 2012.

<sup>236</sup> Gaitán Riaño, Sandra; “*Gobierno Corporativo en Colombia. Tendencias Actuales*”, AD-MINISTER, Universidad EAFIT Medellín, Número 15, 2009. Citando a Vélez Panchón 2007.

<sup>237</sup> OECD, “*Country Report: Voluntary Corporate Governance Code in Colombia*”, The 2007 Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable, Medellín, Colombia, pág 2, 2007.

<sup>238</sup> IGLCA y Global Corporate Governance Forum, “*Gobierno Corporativo en Latinoamérica 2010-2011*”, Capítulo 5: Colombia, pág 28.

<sup>239</sup> Ver Nota *Supra* 234.

Las normas que regulan el Gobierno Corporativo Colombiano se han ido desarrollando de manera gradual,<sup>240</sup> en la que se pueden distinguir las siguientes etapas y las leyes y normas más relevantes que fueron dictadas en ellas:

**(a) Primera Etapa:** La principal norma dentro de esta etapa de desarrollo del Gobierno Corporativo en Colombia es la Ley Número 222, de fecha 20 de diciembre de 1995, que modificó el Libro II del Código de Comercio Colombiano sobre las Sociedades Comerciales, según se explicará a continuación. Se incluye también la Ley Número 446 de 1998 sobre descongestión de despachos judiciales que otorgó mayores facultades a la Superintendencia de Valores.<sup>241</sup>

**(i) Ley Número 222 del año 1995:** Ésta reformó el Código de Comercio Colombia incluyendo ciertas obligaciones relacionadas con Gobierno Corporativo.<sup>242</sup> Cabe destacar que ésta es la primera ley que trata de forma directa las materias relacionadas con el Gobierno Corporativo.<sup>243</sup> Dentro de las reformas efectuadas se incluyen normas sobre protección a los accionistas y sobre los deberes y responsabilidades de los administradores. Destaca también la incorporación de la “acción social de responsabilidad en contra de los administradores”<sup>244</sup> que debe ser autorizada por los accionistas.<sup>245</sup>

Es importante mencionar que en el Libro Segundo del Código de Comercio Colombiano encontramos algunas disposiciones concernientes al Gobierno Corporativo de las sociedades.<sup>246</sup>

**(b) Segunda Etapa:** En esta etapa destaca que el concepto de Gobierno Corporativo ya ha sido introducido en la regulación colombiana.<sup>247</sup> La principal normativa de este período es la que se describe a continuación:<sup>248</sup>

**(i) Resolución 275 del año 2001 de la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera) de Colombia:** Dictada en mayo de 2001, fue uno de los promotores de la autorregulación del Gobierno Corporativo en Colombia.<sup>249</sup> Esta resolución exige que aquellos emisores de valores que quieran tener como inversionistas a los fondos de pensiones deben dictar

<sup>240</sup> Panchón Vélez, Federico; *Aproximaciones al Gobierno Corporativo en Colombia: Incursión y Desarrollo Actuales. Perspectiva de Aplicación en el Mercado de Valores*, Criterio Jurídico, Santiago de Cali, Volumen 7, pág 384, 2007.

<sup>241</sup> Nuñez, et al., *Governanza Corporativa en Brasil, Colombia, México. La determinación del Riesgo en la Emisión de Instrumentos de Deuda Corporativa*, Capítulo IV, op. cit., pág 124.

<sup>242</sup> Ver Nota *Supra* 235.

<sup>243</sup> Vélez, *Aproximaciones al Gobierno Corporativo en Colombia: Incursión y Desarrollo Actuales. Perspectiva de Aplicación en el Mercado de Valores*, op. cit., pág 382.

<sup>244</sup> Ver Nota *Supra* 239.

<sup>245</sup> Colombia Capital, Desarrollo de Instrumentos Informativos sobre el Mercado de Capitales, *“Juntas Directivas”*, págs 10 y 11, 2009.

<sup>246</sup> Vélez, *Aproximaciones al Gobierno Corporativo en Colombia: Incursión y Desarrollo Actuales. Perspectiva de Aplicación en el Mercado de Valores*, op. cit., pág 385.

<sup>247</sup> Ver Nota *Supra* 239.

<sup>248</sup> Nuñez, et al., *Governanza Corporativa en Brasil, Colombia, México. La determinación del Riesgo en la Emisión de Instrumentos de Deuda Corporativa*, Capítulo IV, op. cit., pág 125.

<sup>249</sup> Vélez, *Aproximaciones al Gobierno Corporativo en Colombia: Incursión y Desarrollo Actuales. Perspectiva de Aplicación en el Mercado de Valores*, op. cit., pág 383.

“Códigos de Buen Gobierno Corporativo” que regulen sus asuntos sobre éste.<sup>250</sup> De acuerdo a las disposiciones de esta resolución los emisores tienen la libertad de elegir las prácticas de Gobierno Corporativo que van a aplicar, pero también se establecen estímulos para que ellas sean adoptadas.<sup>251</sup> Independiente de sus particularidades es indiscutible su aporte al desarrollo del Gobierno Corporativo en Colombia.<sup>252</sup>

**(ii) Ley Número 964 del año 2005:** También conocida como Ley de Mercado de Valores, en adelante la “LMV”, de fecha 8 de julio de 2005, responde a la inquietud del Gobierno Colombiano de mejorar las normas de protección de los inversionistas, especialmente de los minoritarios.<sup>253</sup> Sus disposiciones son obligatorias para todo tipo de sociedades,<sup>254</sup> “siendo la primera regulación concreta que aborda el tema de Prácticas de Gobierno Corporativo para los emisores de valores”.<sup>255</sup> La LMV estableció requisitos relacionados con la independencia de los directores, forma de elección de éstos que protegen a los accionistas minoritarios, Comités de Auditorías, entre otros.<sup>256</sup>

### **(c) Tercera Etapa:**

**(i) Circular 055 de 2007 de la Superintendencia Financiera (antes Superintendencia de Valores):** Esta Circular derogó la Resolución 275 del año 2001 antes referida, que solo normaba a los emisores que tenían inversionistas institucionales, haciendo así más extensiva sus disposiciones. Esta norma exige bajo el principio “Cumpla o Explique” que los emisores den cuenta de su adhesión a las prácticas descritas en el Código País que se explica más adelante.<sup>257</sup> El gran cambio introducido por esta Circular es que amplía las personas que son normadas por ellas, incluyendo a los emisores, intermediarios y otros que se encuentran bajo la supervigilancia de la Superintendencia Financiera.<sup>258</sup>

Finalmente es importante destacar que la Superintendencia Financiera de Colombia es el órgano encargado de supervisar el mercado de capitales de dicho país. Debido a la importancia del Gobierno Corporativo para el desarrollo del mercado de capitales, es que dicha institución cuenta con divisiones especializadas en esa materia.<sup>259</sup>

**A continuación se describirán algunas de las características que se consideran más particulares con relación al marco regulatorio del Gobierno Corporativo de las empresas colombianas:**

<sup>250</sup> OECD, “Country Report: Voluntary Corporate Governance Code in Colombia”, *op. cit.*, pág 3.

IGLCA y Global Corporate Governance Forum, “Gobierno Corporativo en Latinoamérica 2010-2011”, *op. cit.*, pág 29.

<sup>251</sup> Vélez, “Aproximaciones al Gobierno Corporativo en Colombia: Incursión y Desarrollo Actuales. Perspectiva de Aplicación en el Mercado de Valores”, *op. cit.*, pág 392.

<sup>252</sup> Ver Nota *Supra* 248.

<sup>253</sup> Vélez, “Aproximaciones al Gobierno Corporativo en Colombia: Incursión y Desarrollo Actuales. Perspectiva de Aplicación en el Mercado de Valores”, *op. cit.*, pág 388.

<sup>254</sup> OECD, “Country Report: Voluntary Corporate Governance Code in Colombia”, *op. cit.*, pág 7.

<sup>255</sup> Forigua, Jeannette; “Iniciativa de Gobierno Corporativo en Colombia”, Perspectiva, 2006.

<sup>256</sup> Ver Nota *Supra* 247 y 248.

<sup>257</sup> Ver Nota *Supra* 246.

<sup>258</sup> Nuñez, Georgina, Oneto, Andrés; Mendez de Paula, Germano (Coordinadores) CEPAL “Gobernanza Corporativa y Desarrollo de Mercados de Capitales en América Latina”, Capítulo VII, “Mercados de Capitales y Gobernanza Corporativa en Colombia”, Gutiérrez, Luis, Pombo, Carlos, pág 247, 2009.

<sup>259</sup> Forigua, “Iniciativa de Gobierno Corporativo en Colombia”, *op. cit.*, pág 50.

**(a) Derecho a voto:** El artículo 379 del Código de Comercio Colombia establece que los titulares de acciones ordinarias tienen derecho a participar en las decisiones de la Asamblea de Accionistas mediante el ejercicio del derecho a voto. Lo anterior constituye la regla general, pero las sociedades se encuentran autorizadas para emitir 3 tipos diferentes de acciones, que son las siguientes: las acciones ordinarias, las preferentes sin derecho a voto y las privilegiadas. Estas últimas gozan de ciertas preferencias al igual que las acciones preferentes sin derecho a voto, pero también están dotadas de este derecho. Además, es importante mencionar que se encuentran prohibidas las acciones con derecho a voto múltiple.<sup>260</sup>

**(b) Administración:** La administración de las sociedades en Colombia se encuentra a cargo de un órgano denominado Junta Directiva. Ésta ha sido definida como “el órgano societario encargado por los accionistas para dirigir y controlar la compañía”, estando especialmente encargada de diseñar su estrategia.<sup>261</sup> Uno de sus mandatos legales es garantizar que todos los accionistas reciban el mismo trato y proteger sus intereses.<sup>262</sup>

Por su parte, la LMV establece que en el caso de los emisores de valores, la Junta Directiva debe estar compuesta por entre 5 y 10 integrantes, debiéndose cumplir con el quórum de independencia que se indica más adelante.<sup>263</sup>

**(c) Elección de la Junta Directiva:** Los integrantes de la Junta Directiva son elegidos por los accionistas mediante el sistema denominado cociente electoral.<sup>264</sup> El cociente resulta de la división de la cantidad de votos por el número de miembros que debe elegirse. Los votos a favor de cada lista se divide por el cociente antes mencionado. Este mecanismo es utilizado para proteger a los minoritarios.<sup>266</sup>

**(d) Miembros Independientes:** Por lo menos un 25% de los integrantes de la Junta Directiva debe ser independiente.<sup>267</sup> La misma LMV define que se entiende por “independiente” señalando una serie de circunstancias que hacen perder dicho atributo. Para ello se consideran relaciones laborales, por ejemplo con filiales del emisor, accionistas que controlen los votos de la sociedad o aquellas personas que tengan vínculos económicos con la compañía, entre otros.<sup>268</sup> El fundamento que existe detrás de la exigencia de independencia de cierto porcentaje de integrantes de la Junta Directiva radica en la necesidad que “la dirección de la compañía se realice con base a criterios objetivos y que la gestión del negocio sea lo más profesional posible”.<sup>269</sup>

<sup>260</sup> ROSC Colombia, *op. cit.*, pág 5.

<sup>261</sup> Colombia Capital, “*Juntas Directivas*”, *op. cit.*, pág 3.

<sup>262</sup> Deloitte, disponible en [http://www.deloitte.com/view/es\\_CO/co/servicios-ofrecidos/auditoria/gobierno-corporativo/comite-auditoria/index.htm](http://www.deloitte.com/view/es_CO/co/servicios-ofrecidos/auditoria/gobierno-corporativo/comite-auditoria/index.htm).

<sup>263</sup> Artículo 44 de la Ley de Mercado de Valores.

<sup>264</sup> *Ídem*.

<sup>265</sup> Colombia Capital, “*Juntas Directivas*”, *op. cit.*, págs 11 y 12.

<sup>266</sup> Ver Nota *Supra* 258.

<sup>267</sup> IGLCA y Global Corporate Governance Forum, “*Gobierno Corporativo en Latinoamérica 2010-2011*”, *op. cit.*, pág 29.

Ver Nota *Supra* 261.

<sup>268</sup> Ver Nota *Supra* 261.

<sup>269</sup> Colombia Capital, “*Juntas Directivas*”, *op. cit.*, pág 13.

**(e) Comité de Auditoría:** Es definido como “un órgano de apoyo y dependiente de la Junta Directiva, cuya función principal es apoyar las funciones realizadas por la Junta Directiva en materia de control interno”.<sup>270</sup> En conformidad a lo dispuesto en el Artículo 45 de la LMV, los emisores deben contar con este tipo de Comité, el cual debe estar compuesto a lo menos por 3 integrantes, incorporando siempre a los independientes. El mismo artículo exige que los miembros de este comité tengan cierta experiencia, con el objeto de que puedan desempeñar sus funciones de manera adecuada. La función principal del Comité de Auditoría es vigilar la auditoría interna de la empresa y dirigir el sistema de controles de la compañía, comprobando especialmente que la información financiera se prepare de acuerdo a las normas aplicables.<sup>271</sup>

**(f) Comité de Gobierno Corporativo:** Es recomendado por el Código País que se menciona más adelante, con el objetivo de apoyar a la Junta Directiva en diversas funciones, tales como, asegurar que la información de la empresa sea divulgada en forma oportuna, revisar que los miembros de la Junta ajusten su actuar a los deberes que le impone la ley, etc.<sup>272</sup>

**(g) Divulgación de información financiera al mercado:** La normativa vigente exige que se publiquen los estados financieros de la empresa. Adicionalmente, es considerado una buena práctica corporativa, especialmente para informar a los accionistas minoritarios, la divulgación del informe de gestión de los administradores el que debe presentarse a la Asamblea General de Accionistas. También se considera importante, para efectos de Gobierno Corporativo, revelar las transacciones que se realizan con partes relacionadas, las que deben estar contenidas en el informe de gestión antes mencionado.<sup>273</sup>

### **4.3 Código de Buenas Prácticas Corporativas**

El desarrollo de los Códigos que regulan el Gobierno Corporativo en Colombia ha sido fecundo, existiendo a la fecha 4 de ellos, que son los siguientes:

**(a) El Código dictado por la Confecamaras el año 2001:** este Código fue una respuesta del sector privado a la Resolución 275/2001 de la Supervalores de Colombia. Así, la Confecamaras reunió a un grupo de personas pertenecientes a distintos sectores tales como la Bolsa de Valores Colombiana, Universidades, Cámaras de Comercio, entre otras, las que formaron un Comité que preparó un Código sobre Prácticas de Gobierno Corporativo. Este Código se basa principalmente en los principios establecidos por la OCED y también en las prácticas de Gobierno Corporativo utilizadas en los países desarrollados.<sup>274</sup> Cabe destacar que éste fue el primer Código sobre Prácticas Corporativas en Colombia.<sup>275</sup>

<sup>270</sup> Deloitte, disponible en [http://www.deloitte.com/view/es\\_CO/co/servicios-ofrecidos/auditoria/gobierno-corporativo/comite-auditoria/index.htm](http://www.deloitte.com/view/es_CO/co/servicios-ofrecidos/auditoria/gobierno-corporativo/comite-auditoria/index.htm).

<sup>271</sup> Colombia Capital, “*Juntas Directivas*”, *op. cit.*, pág. 16.

<sup>272</sup> *Ídem*.

<sup>273</sup> Superintendencia Financiera de Colombia, “*Documento Conceptual de Gobierno Corporativo*”, págs 17 y 18, 2010.

<sup>274</sup> OECD, “*Country Report: Voluntary Corporate Governance Code in Colombia*”, *op. cit.*, pág. 4.

<sup>275</sup> Benavides Franco, Julián, Mongrut Montalván, Samuel; “*Governance Codes: Facts or Fictions? A study of Governance Codes in Colombia*”, Estudios Gerenciales, Volumen 26, Número 117, pág 87, 2010.

(b) **El Código de Gobierno Corporativo para empresas pequeñas y medianas del año 2003:** el cual está orientado a empresas no listadas en bolsa, razón por la que no se describirá con mayor detalle.<sup>276</sup>

(c) **El Código Andino:** está dirigido tanto a compañías listadas y no listadas en bolsa de 5 países latinoamericanos, que son: Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela. Se basa en el modelo “Cumpla o Explique” y se encuentra especialmente orientado a las empresas.<sup>277</sup>

(d) **El Nuevo Código de Gobierno Corporativo para empresas listadas del año 2007<sup>278</sup> o también denominado “Código País”:** la resolución 275/2001 puso en la agenda nacional el tema del Gobierno Corporativo. Transcurrido cierto tiempo desde su entrada en vigencia, la realidad colombiana exigió realizar ciertas adecuaciones, para lo cual se constituyó un nuevo comité con el objetivo de dictar el Código País.<sup>279</sup> El desarrollo del proyecto se realizó entre los años 2005 y 2006, destacando el rol que en él jugó la Superintendencia Financiera de Colombia. A pesar de que el proyecto fue desarrollado por el Estado Colombiano en el participaron distintos e importantes actores del mercado.<sup>280</sup>

Con relación al Código País se ha dicho que “es un punto de partida en la preocupación del gobierno por la profundización del mercado de capitales, para contribuir a la confianza de los inversionistas y estar a la altura de los estándares internacionales”.<sup>281</sup>

El contenido del Código País se ha organizado de acuerdo a los siguientes temas: “(i) Asamblea General de Accionistas, (ii) Junta Directiva, (iii) Revelación de Información Financiera y no Financiera, (iv) Solución de Controversias”.<sup>282</sup> El Código País contiene 79 preguntas relativas a las prácticas de Gobierno Corporativo relacionadas con las materias ya indicadas e incluye una última pregunta abierta, la número 80, en la que se permite al emisor de forma opcional indicar si tiene prácticas de Gobierno Corporativo adicionales.<sup>283</sup>

El Código País requiere que los emisores informen sobre el cumplimiento de sus disposiciones, bajo el formato “Cumpla o Explique”<sup>284</sup>. De las características de este Código es importante destacar que: (i) la adhesión a las prácticas recomendadas es absolutamente voluntario; (ii) es obligatorio informar en anualmente el grado de adhesión y cumplimiento de las prácticas descritas en el Código; y (iii) que el requisito “explique”, en caso de no adhesión a cierta práctica, también es voluntario.<sup>285</sup> Lo anterior se desprende del lenguaje empleado en el Código País que indica que “en caso de no haber adoptado alguna medida durante el período revelado, el emisor **podrá** informar las razones

<sup>276</sup> OECD, “Country Report: Voluntary Corporate Governance Code in Colombia”, *op. cit.*, pág 5.

<sup>277</sup> Ver Nota *Supra* 235.

<sup>278</sup> *Ídem.*

<sup>279</sup> Ver Nota *Supra* 252.

<sup>280</sup> Gaitán Riaño, Sandra; “Gobierno Corporativo en Colombia. Tendencias Actuales”, *op. cit.*

<sup>281</sup> *Ídem.*

<sup>282</sup> Superintendencia Financiera de Colombia, “Código de Mejores Prácticas Corporativas”, pág 2, 2007.

<sup>283</sup> Superintendencia Financiera de Colombia, “Código de Mejores Prácticas Corporativas”, *op. cit.*

<sup>284</sup> Ver Nota *Supra* 273.

<sup>285</sup> OECD, “Country Report: Voluntary Corporate Governance Code in Colombia”, *op. cit.*, pág 8.

para ello”.<sup>286</sup> En consecuencia, se ha dicho que el modelo del Código País se basa en la idea “si cumple, explique”.<sup>287</sup> Esta fórmula empleada en la práctica dificulta la fiscalización por parte de la Superintendencia Financiera. Por esta razón, entre otras, es que finalmente durante el 2011 el principio fue modificado expresamente a “Cumpla o Explique”.<sup>288</sup>

Lo más importante de destacar, es que al tratarse de un Código voluntario los emisores no están obligados a adoptar todas las prácticas en el contenidas siendo libres de seleccionar aquellas a las que quieren adherirse. En este caso, deberá informar en qué manera y a través de que medios se ha adoptado dicha práctica.<sup>289</sup>

Finalmente debemos indicar que de acuerdo con la Circular 055 de 2007 los emisores deben completar la “Encuesta Código País”. Los resultados de la encuesta correspondiente al año 2009, indican que el 51,9% de las prácticas recomendadas por el Código fueron cumplidas, lo que representa un aumento respecto de encuestas anteriores.<sup>290</sup>

#### **4.4 Desafíos y Conclusiones respecto al Gobierno Corporativo en Colombia**

Una de las grandes lecciones que se pueden aprender del desarrollo del Gobierno Corporativo en Colombia es el diálogo permanente que ha existido entre las entidades públicas reguladoras y el sector privado, lo que ha derivado en productos, como el Código País que han contribuido de forma importante en el desarrollo del Gobierno Corporativo.<sup>291</sup>

Si bien se ha avanzado notoriamente en los últimos años, aún quedan desafíos pendientes. Dentro de las dificultades se encuentran la concentración de la propiedad de las empresas colombiana, que incide en la noción que tiene grupos controladores respecto de su poder, ya que no terminen de entender la importancia que pueden tener las buenas prácticas de gobierno corporativo en el proceso de creación de valor de sus compañías.<sup>292</sup> En este mismo contexto, la protección a los accionistas minoritarios respecto de los eventuales abusos que pueden cometer los controladores, es en Colombia un aspecto que aún puede mejorarse.<sup>293</sup>

También debe mejorarse sistema de justicia, el cual funciona de manera lenta, impidiendo exigir un efectivo cumplimiento de las disposiciones de Gobierno Corporativo y sancionar las infracciones de manera oportuna.<sup>294</sup>

<sup>286</sup> Superintendencia Financiera de Colombia, “Código de Mejores Prácticas Corporativas”, *op. cit.*, pág 3.

<sup>287</sup> IGLCA y Global Corporate Governance Forum, “Gobierno Corporativo en Latinoamérica 2010-2011”, *op. cit.*, pág 30.

<sup>288</sup> IGLCA y Global Corporate Governance Forum, “Gobierno Corporativo en Latinoamérica 2010-2011”, *op. cit.*, pág 32. Mediante la Circular Externa 007 de la Superintendencia Financiera de Colombia de fecha 10 de febrero de 2011.

<sup>289</sup> Ver Nota *Supra* 284.

<sup>290</sup> Nuñez, et al., “Governanza Corporativa en Brasil, Colombia, México. La determinación del Riesgo en la Emisión de Instrumentos de Deuda Corporativa”, Capítulo IV, *op. cit.*, pág 126.

<sup>291</sup> OECD, “Country Report: Voluntary Corporate Governance Code in Colombia”, *op. cit.*, pág 11.

<sup>292</sup> Ver Nota *Supra* 247.

<sup>293</sup> Vélez, “Aproximaciones al Gobierno Corporativo en Colombia: Incursión y Desarrollo Actuales. Perspectiva de Aplicación en el Mercado de Valores”, *op. cit.*, pág 398.

<sup>294</sup> Ver Nota *Supra* 247.

**Tabla I: RESUMEN DE REFERENCIAS A NORMAS LEGALES**

PAÍS	PRINCIPALES LEYES Y NORMAS QUE REGULAN EL GOBIERNO CORPORATIVO	PRINCIPALES LEYES QUE HAN REFORMADO EL GOBIERNO CORPORATIVO	CONTENIDO DE LA REGULACIÓN SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO
CHILE	<p>(a) <b>Ley Número 18.045 de Mercado de Valores</b>, de fecha 22 de octubre de 1981;</p> <p>(b) <b>Ley Número 18.046 de Sociedades Anónimas</b>, de fecha 22 de octubre de 1981;</p> <p>(c) <b>Decreto Supremo de Hacienda N° 702</b>, Nuevo Reglamento de Sociedades Anónimas, de fecha 6 de julio de 2012;</p> <p>(d) <b>Decreto Ley Número 3.538</b>, Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros, de fecha 23 de diciembre de 1980;</p> <p>(e) <b>Norma de Carácter General Número 341 de la SVS</b>, sobre difusión de información respecto de estándares de Gobierno Corporativo, de fecha 29 de noviembre de 2012.</p>	<p>(a) <b>Ley Número 19.705</b>, que regula las ofertas públicas de adquisición de acciones y establece régimen de gobiernos corporativos, de fecha 20 de diciembre de 2000;</p> <p>(b) <b>Ley Número 20.382</b>, que introduce perfeccionamiento a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas, de fecha 20 de octubre de 2009.</p>	<p>(a) <b>Ley de Mercado de Valores</b>: regula el mercado de valores chileno; sus intermediarios; los emisores y sus valores; la oferta pública de valores; la información que los emisores deben entregar al público en general y a la entidad reguladora; y establece sanciones para el uso de información privilegiada, entre otras;</p> <p>(b) <b>Ley de Sociedades Anónimas</b>: norma los derechos fundamentales de los accionistas; la administración de la sociedad, el funcionamiento del directorio, su composición, sus atribuciones y responsabilidades; la fiscalización de la gestión social a través de las juntas de accionistas; las operaciones con partes relacionadas, entre otras materias;</p> <p>(c) <b>Nuevo Reglamento de Sociedades Anónimas</b>: complementa el contenido de la Ley de Sociedades Anónimas;</p> <p>(d) <b>Decreto Ley Número 3.538</b>: crea la Superintendencia de Valores y Seguros, que es el ente regulador del mercado de valores chileno, estableciendo sus facultades y atribuciones;</p> <p>(e) <b>Norma de Carácter General Número 341 de la SVS</b>: requiere que cada año las sociedades abiertas envíen a la SVS y a las Bolsas de Valores el formulario diseñado al efecto informando según el concepto “Cumpla o Explique”, las prácticas de Gobierno Corporativo que han sido adoptadas y en caso que no hayan sido implementadas debe explicarse el por qué.</p>
BRASIL	<p>(a) <b>Ley Número 6.404/1976 de Sociedades</b>, de fecha 15 de diciembre de 1976;</p> <p>(b) <b>Ley Número 6.385/1976 de Mercado de Valores</b>, de fecha 7 de diciembre de 1976.</p>	<p>(a) <b>Ley 9457/1997</b>, que disminuyó los derechos de los accionistas minoritarios, de fecha 5 de mayo de 1997;</p> <p>(b) <b>Ley 10.303/2001</b>, que revierte algunas de las reformas efectuadas por la ley antes mencionada y mejora ciertos estándares relacionados con el buen Gobierno</p>	<p>(a) <b>Ley de Sociedades</b>: establece el marco regulatorio de las sociedades; los derechos inherentes de los accionistas; el funcionamiento de las juntas de accionistas y sus atribuciones; los órganos encargados de la administración social, sus funciones y obligaciones; la adquisición del control mediante una oferta pública, etc.;</p>

<p>MÉXICO</p>	<p>(a) <b>Ley General de Sociedades Mercantiles</b>, de fecha 4 de agosto de 1934;</p> <p>(b) <b>Ley de Mercado de Valores</b>, de fecha 30 de diciembre de 2005.</p>	<p>Corporativo, de fecha 31 de octubre de 2001.</p>	<p>(b) <b>Ley de Mercado de Valores:</b> establece la normativa del mercado de valores; regula la emisión y distribución de valores en el mercado; la intermediación de valores; la información que deben publicar los emisores; los crímenes contrarios al mercados de valores, entre otro. Adicionalmente esta Ley creó el ente regulador del mercado bursátil brasilero, denominado Comissão de Valores Mobiliários.</p> <p>(a) <b>Ley General de Sociedades Mercantiles:</b> regula el establecimiento y constitución, funcionamiento y administración, vigilancia, asamblea de accionistas, disolución y liquidación, entre otros, de las sociedades anónimas y otro tipos de sociedades. Su aplicación es supletoria para las sociedades anónimas bursátiles cuando la Ley de Mercado de Valores no tenga una norma especial respecto a determinada materia.</p> <p>(b) <b>Ley de Mercado de Valores:</b> norma la inscripción en el Registro de Valores y su funcionamiento; la oferta e intermediación de valores; crea y regula las sociedades promotoras de inversión, las sociedades promotoras de inversión bursátil y las sociedades anónimas bursátiles; la administración de las sociedades anónimas bursátiles; asamblea de accionistas y derechos de los socios, entre otras.</p>
<p>COLOMBIA</p>	<p>(a) <b>Código de Comercio</b>, de fecha 16 de junio de 1971;</p> <p>(b) <b>Ley Número 964 del año 2005</b>, por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones, también conocida como Ley de Mercado de Valores, de fecha 8 de julio de 2005.</p>	<p>(a) <b>Ley Número 222 del año 1995</b>, que reformó en ciertos aspectos el Código de Comercio Colombiano.</p>	<p>(a) <b>Código de Comercio:</b> regula diferentes aspectos de distintos tipos de sociedades. Respecto de las sociedades anónimas norma su formación; el funcionamiento de la asamblea general de accionistas y de la junta directiva; entre otras materias.</p> <p>(b) <b>Ley Número 964 del año 2005:</b> norma el Mercado de Valores, la emisión de éstos, la intervención; el régimen de protección de los inversionistas; los deberes de los emisores de valores; entre otras materias.</p>

**Tabla II: RESUMEN DE CUERPOS DE AUTORREGULACIÓN MÁS RELEVANTES**

PAÍS	ENTIDAD EMISORA DE LA AUTORREGULACIÓN	FORMA Y CONTENIDO DE LA AUTORREGULACIÓN
CHILE	(a) <i>Superintendencia de Valores y Seguros.</i>	(a) <b>Norma de Carácter General Número 341:</b> Establece cuales son las prácticas que se consideran buenas prácticas de Gobierno Corporativo y exige a los emisores informar su grado de adhesión a ellas bajo el concepto “Cumpla o Explique”. Se debe hacer presente que al ser una norma emitida por órgano del estado no es autorregulación propiamente tal.
BRASIL	(a) <i>Bolsa de Valores, Mercadorias &amp; Futuros de São Paulo</i> (Bovespa);  (b) <i>Comissão de Valores Mobiliários;</i>  (c) <i>Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, entidad privada creada el año 1995.</i>	(a) <b>Bovespa:</b> El año 2000 creó tres segmentos diferentes en que pueden listarse las empresas. Cada uno de estos segmentos tiene mayores exigencias en comparación a las establecidas por ley en lo relativo a Gobierno Corporativo y otorgan una mayor protección a los inversionistas minoritarios. Los niveles en que pueden listarse las empresas son los siguientes: (i) Nivel Regular; (contiene los estándares más básicos de Gobierno Corporativo que coinciden con lo exigido por ley) (ii) Nivel I; (iii) Nivel II; y (iv) Novo Mercado (Nuevo Mercado), que tiene los estándares más exigentes.  (b) <b>Comissão de Valores Mobiliários:</b> Recomendaciones sobre Gobierno Corporativo emitidas durante el año 2002 y que exigen reportar el cumplimiento de ciertas disposiciones sobre protección a los accionistas minoritarios, organización de las juntas de accionistas, auditoría independiente, entre otras.  (c) <b>Instituto Brasileiro de Governança Corporativa:</b> Código de Mejores Prácticas Corporativas. El Código consta de seis capítulos que son los siguientes: (i) Propiedad (Accionistas); (ii) Junta Directiva; (iii) Gerencia; (iv) Auditoría Independiente; (v) Consejo Fiscal; (vi) Conducta y Conflicto de Intereses. Establece los principios básicos del Gobierno Corporativo.
MÉXICO	(a) <i>Consejo Coordinador Empresarial; entidad privada;</i>  (b) <i>Comisión Nacional de Bancaria y de Valores;</i>  (c) <i>Bolsa Mexicana de Valores.</i>	(a) <b>Consejo Coordinador Empresarial, mediante el Comité de Mejores Prácticas Corporativas:</b> Dictó el Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo, el cual tiene los siguientes capítulos: (i) Introducción; (ii) Gobierno Corporativo; (iii) Asamblea de Accionistas; (iv) Consejo de Administración; (v) Función de Auditoría; (vi) Función de Evaluación y Compensación; (vii) Función de Finanzas y Planeación; Se basa ciertos principios.  (b) <b>Comisión Nacional Bancaria y de Valores mediante la Circular 11-29:</b> Establece como obligación para los emisores de valores dar a conocer, en forma periódica, su grado de adhesión a las prácticas establecidas en el Código mencionado letra (a) anterior;  (c) <b>Bolsa Mexicana de Valores:</b> Requiere a las empresas en ella listadas informar a cerca del cumplimiento de las prácticas establecidas en el Código mencionado en la letra (a) anterior.

COLOMBIA	(a) <i>Superintendencia Financiera de Colombia y otras entidades.</i>	<p>(a) <b>Código País:</b> Que sigue el concepto “Cumpla o Explique” y su contenido es el siguiente:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>(i) Asamblea General de Accionistas;</li><li>(ii) Junta Directiva;</li><li>(iii) Revelación de Información Financiera y no Financiera;</li><li>(iv) Solución de Controversias”.</li></ul> <p>Existen otros Códigos de Buenas Prácticas Corporativas, pero el Código País es el más relevante.</p>
----------	---	--

**Tabla III: RESÚMEN DE PRINCIPALES DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS**

PAÍS	DERECHO A VOTO	ADMINISTRACIÓN	COMITÉ DE AUDITORÍA	INDEPENDENCIA	OTRAS FORMAS DE PROTECCIÓN ACCIONISTAS MINORITARIOS	OTROS
CHILE	Una acción, un voto, pero pueden existir acciones sin derecho a voto o con derecho a voto limitado.	Directorio unitario elegido por accionistas. Cada director representa a todos los accionistas y no solo a aquellos que los eligieron para su cargo.	Solamente es exigido para cierto tipos de sociedades anónimas cuyo patrimonio bursátil supera cierto umbral y que un porcentaje de sus acciones se encuentre disperso. Debe estar compuesto por al menos 3 miembros, y la mayoría de ellos debe ser independiente.	Las sociedades que deben tener un Comité de Auditoría deben contar al menos con un director independiente. La independencia dice relación con el accionista mayoritario o controlador. Para ello la ley establece ciertos vínculos familiares, laborales, económicos y contractuales que hacen que una persona no pueda ser considerada independiente.	(a) Revocación de la totalidad del directorio; (b) Regulación de operaciones con partes relacionadas.	El uso indebido de información privilegiada de la empresa se encuentra sancionado por ley.
BRASIL	La ley permite que hasta un 50% de las acciones emitidas por una sociedad no tengan derecho a voto.	La Ley de Sociedades dispone que la administración de las sociedades tiene dos niveles, el <i>Conselho de Administração</i> o Consejo de Administración y un <i>Directoria</i> o Directorio.  El Consejo de Administración debe estar compuesto al menos por 3 miembros que son elegidos y pueden ser removidos en cualquier momento por la Junta de Accionistas. Dentro de sus funciones se encuentra fijar la orientación general del negocio o estrategia de la empresa, elegir a los directores, fiscalizar el actuar de estos, entre otros.  El Directorio por su parte, esta compuesto por dos o más directores, los que son elegidos por el Consejo de Administración.	La ley no exige este tipo de Comité, pero autoriza la creación de un Comité Fiscal, que no forma parte del Consejo de Administración, y que en la práctica se ha convertido en un sustituto del Comité de Auditoría.	La ley brasilera no define el concepto de independiente. Tampoco requiere que la empresa tenga consejeros independientes. Sin embargo, de acuerdo a los requisitos establecidos por Bovespa para estar listada en los segmentos denominados <i>Novo Mercado</i> y Nivel II, al menos un 20% del consejo debe ser independiente. La definición de independencia dada por Bovespa es similar a la existente en Chile.	(a) La revocación del Consejo es una facultad de la Asamblea de Accionistas; (b) Mecanismos a través de los cuales los accionistas minoritarios pueden obtener representación en el Consejo.	Entrega de Información Financiera al Mercado es una de las áreas que aún se considera débil y requiere de mayor desarrollo.

<p><b>MÉXICO</b></p>	<p>La regla general es que a cada acción le corresponde un voto, permitiéndose que existan acciones con derecho a voto limitado.</p>	<p>Las sociedades anónimas bursátiles (SAB) son administradas por un consejo de administración y un director general. El consejo puede estar integrado por un máximo de 21 integrantes. Algunas de las funciones del Consejo Administrador es establecer las estrategias de la compañía y vigilar el funcionamiento de la sociedad, asesorado para ello por el Comité de Prácticas Societarias, el Comité de Auditoría y del auditor externo. La Asamblea de Accionistas es el órgano encargado de elegir Consejo de Administradores.</p>	<p>Se le exige a las SABIP y SAB. Deberán estar compuestos únicamente por miembros independientes</p>	<p>La ley establece que al menos un 25% de los consejeros deberá ser independiente. Se establecen también los requisitos con los que debe cumplir un consejero independiente, tales como “experiencia, capacidad y prestigio profesional”. Vínculos como el parentesco, laborales, económicos, entre otros, impiden considerar a un consejero como independiente.</p>	<p>(a) Los accionistas minoritarios que representen el 10% del capital de la sociedad pueden nombrar a un miembro del consejo.</p>	<p>Existen diferentes tipos de sociedades, que se diferencian en sus requisitos de Gobierno Corporativo y quienes pueden invertir en ellas. Los tipos de sociedades son los siguientes: la Sociedad Anónima Promotora de Inversión (“SAPI”), la Sociedad Anónima Promotora Bursátil (“SAPIB”) y SAB.</p>
<p><b>COLOMBIA</b></p>	<p>La regla general es que las acciones tengan derecho a voto, sin embargo las sociedades se encuentran autorizadas para emitir 3 tipos diferentes de acciones, que son las siguientes: las acciones ordinarias, las preferentes sin derecho a voto y las privilegiadas.</p>	<p>La administración de las sociedades se realiza por la Junta Directiva, la que es elegida por los accionistas. Ésta debe estar integrada por entre 5 y 10 miembros.</p>	<p>Los emisores deben crear este Comité, el cual debe estar compuesto a lo menos por 3 integrantes, incorporando siempre a los independientes. La función principal del Comité de Auditoría es vigilar la auditoría interna de la empresa y dirigir el sistema de controles de la compañía, comprobando especialmente que la información financiera se prepare de acuerdo a las normas aplicables.</p>	<p>La ley define independencia en un sentido similar al existente en Chile y en Brasil. Para ello se consideran relaciones laborales, por ejemplo con filiales o sociedades controlantes del emisor, accionistas que controlen los votos de la sociedad o aquellas personas que tengan vínculos económicos con la sociedad, entre otros. La ley exige que al menos un 25% de los integrantes de la Junta Directiva sea independiente.</p>	<p>(a) La Junta Directiva está obligada a dar a todos los accionistas el mismo trato y proteger sus intereses. (b) Sistema de cociente electoral para al elección de los miembros de la Junta Directiva.</p>	<p>El Código País recomienda la creación de un Comité de Gobierno Corporativo, con el objetivo de apoyar a la Junta Directiva en diversas funciones. La normativa vigente exige que se publiquen los estados financieros de la empresa y otros antecedentes relevantes.</p>

## BIOGRAFÍAS

### **Matías Zegers R-T**

Abogado por la Pontificia Universidad Católica de Chile, Master of Laws por The University of Michigan. Profesor de Derecho Comercial y de Gobierno Corporativo en la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Director del Centro de Gobierno Corporativo UC.

mzegers@uc.cl

### **Josefina Consiglio N.**

Abogado por la Pontificia Universidad Católica de Chile, Master of Laws por Columbia University. Profesor de Derecho Comercial en la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Investigador Asociado del Centro de Gobierno Corporativo UC.

jconsiglio@uc.cl



#### Reconocimientos

**FINANCIAL TIMES**, enero de 2013

MBA Ranking, **4ª posición en Europa y 11ª posición mundial**

**THE WALL STREET JOURNAL**, septiembre de 2010

MBA Ranking, **1ª posición mundial**

**FORBES**, octubre de 2013

MBA Ranking, **5ª posición mundial**

**AMÉRICA ECONOMÍA**, noviembre 2012

Executive MBA Ranking, **7ª posición mundial**

**BUSINESS WEEK**, noviembre 2011

Executive MBA Ranking, **1ª posición en Europa y 5ª posición mundial**

**FINANCIAL TIMES**, mayo 2012

Executive MBA Ranking, **12ª posición mundial**

**THE ECONOMIST**, febrero 2010

Distance Learning International Executive MBA Ranking, **1ª posición mundial**

**FINANCIAL TIMES**, noviembre 2012

Ranking de Escuelas de Negocios Europeas, **1ª posición**

---

<http://centrogobiernocorporativo.ie.edu>

---



María de Molina, 12 - 5ª planta  
28006 Madrid  
Tel.: (34) 91 568 96 00  
centrogobiernocorporativo@ie.edu