

**COMENTARIOS PROYECTO NORMATIVO QUE PROPONE MODIFICACIONES A
NCG 341 Y NCG 30**

**FORTALECIMIENTO DE ESTÁNDARES DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS
SOCIEDADES ANÓNIMAS ABIERTAS**

Santiago, 2 de Abril de 2015

1. Aspectos generales del Proyecto.

Con fecha 2 de Marzo de este año la Superintendencia de Valores y Seguros (“SVS”) dio a conocer el nuevo proyecto normativo que modifica las Normas de Carácter General N° 341 (en adelante la “Norma”) y N° 30 con el fin de fortalecer los estándares de gobierno corporativo de las Sociedades Anónimas Chilenas.

En esta oportunidad el Centro de Gobierno Corporativo UC (en adelante “CGCUC”) ha elaborado el presente informe con el objeto de formular comentarios al Proyecto Normativo que modifica la NCG 341 (en adelante el “Proyecto”).

Como consideraciones de carácter general, podemos señalar lo siguiente:

1. Consideramos una buena iniciativa que el regulador considere la participación de terceros para la etapa de discusión del Proyecto en cuanto a la conveniencia del modelo regulatorio y de las prácticas abordadas.

Tal como lo hemos señalado en ocasiones anteriores, resulta indispensable seguir trabajando para generar y mejorar estándares de buenas prácticas de gobierno corporativo siguiendo (tal como lo recomendamos en su oportunidad) el principio general de cumplimiento o explicación (*comply or explain principle*).

Sin embargo, consideramos indispensable que dichos estándares de buenas prácticas de gobierno corporativo nazcan plenamente legitimados desde su origen, tal y como planteamos desde el momento en que se gestó lo que finalmente fue la Norma. Si los emisores consideran que los estándares propuestos no corresponden a la realidad promedio en nuestro país, la Norma se transformará en un conjunto más o menos formal de reglas, principios y políticas que no serán aprovechados en su potencialidad al no ser considerados aplicables, siendo por tanto una mera enumeración de documentos que no guardan relación alguna con la vida de las sociedades, tal como de hecho ha sucedido en un número importante de casos.

Por lo anterior, consideramos que esta es una gran oportunidad para revisar debidamente cuál de las prácticas existentes y/o propuestas son realmente consideradas un buen estándar de gobierno corporativo en nuestro país, de tal manera de que la Norma goce de la legitimidad necesaria para ser aplicada no sólo desde un punto de vista formal, sino que desde un punto de vista de creación de valor para los emisores y sus accionistas.

2. En términos generales el Proyecto ha optado por desagregar ciertas prácticas con el fin de detallar y profundizar en materias que merecían ser mejor informadas y así implementadas.

Sin embargo consideramos que muchas de las prácticas que fueron desagregadas han establecido estándares difícilmente alcanzables por los emisores y que el regulador ha tomado mayor grado de injerencia en las funciones de dirección y gestión propias de cada emisor.

Por otro lado, y tal como lo hemos señalado anteriormente, los estándares deben tomar en consideración las particularidades de nuestro mercado teniendo en cuenta que el fin último es incentivar la mejoría en la actuación de las compañías en un proceso de creación de valor y no como un mecanismo para incrementar la responsabilidad del directorio.

3. En cuanto al cumplimiento de la Norma, a partir de nuestros estudios anteriores, hemos constatado una falta de uniformidad y un alto nivel de disparidad en las respuestas emitidas por los emisores en cumplimiento con la Norma.

Lo anterior, y tal como lo hemos señalado, lo interpretamos como una asociación de la Norma a un tipo de catálogo de procedimientos y políticas al interior de las empresas que terminan por no agregar valor. Más aún, al igual que el regulador, consideramos que los emisores estarían dando solo un cumplimiento formal a la Norma más que un cumplimiento cualitativo.

El mayor grado de profundización por parte de las respuestas se ha dado solo desde un punto de vista formal. Coincidimos con el regulador en cuanto a la “... *ausencia de interés manifiesto por parte de los emisores en querer mejorar sus prácticas o darlas a conocer al público de mejor manera...*”, pero consideramos que en gran parte esto se debe a que los emisores no consideran que un número significativo de ellas sean efectivamente buenas prácticas de gobierno corporativo en nuestro mercado.

4. Debemos recordar que la aplicación del principio general de cumplimiento o explicación, o *comply or explain principle*, tiene como fin otorgar flexibilidad dentro de un marco de autorregulación que pretende establecer estándares mínimos pero al mismo tiempo alcanzables para los emisores.

Cada empresa tiene una realidad completamente diferente a la otra, por tanto promover un único modelo para todas resulta inviable. Lo que comúnmente se conoce en la doctrina comparada bajo la frase “*one size doesn't fit all*” se entiende como el eje central en materia de gobiernos corporativos.

La asociación de la Norma a un catálogo de funciones y procedimientos junto con el cumplimiento esencialmente formal de esta, estaría desviando el propósito de la Norma a la

ejecución de un conjunto de formalidades estandarizadas. En este sentido, se debe tomar en cuenta que una práctica puede ser recomendable para una compañía pero al mismo tiempo no recomendable para otra.

Por ello, y como medida de apoyo para transparentar y mejorar el nivel de respuestas, recomendamos incorporar el establecimiento de principios básicos seguidos de los estándares particulares que se quieren implementar. Así por ejemplo, tal como se observa en jurisdicciones más avanzadas en materia de gobiernos corporativos, se considera que es totalmente razonable que existan compañías que apliquen los principios básicos pero que por circunstancias específicas en función de la naturaleza de los negocios la práctica o estándar en particular no le es recomendable aplicarla por lo menos en un periodo de tiempo determinado.

Lo anterior permitiría un mejor entendimiento de la práctica en particular y probablemente un mayor grado de transparencia en la información entregada al mercado sin caer en un cumplimiento de tipo formal, como es el que se ha ido observando. Asimismo, en la medida en que los emisores indiquen de qué manera cumplen los principios particulares, se podrá tener una visión más certera del estándar existente y de qué forma puede ir elevándose paulatinamente.

5. Mantenemos nuestra postura en cuanto a la relevancia de mejorar la Norma tomando en cuenta los estándares de mercados internacionales con similares características al nuestro.

Asimismo reiteramos que el establecimiento de estándares demasiado altos o difícilmente alcanzables como óptimos no logrará el propósito del regulador.

A partir de nuestros estudios, hemos constatado que algunas prácticas de la Norma generan un nivel de adopción menor al 30%. Así por ejemplo, las practicas 1.B.a) (sobre la existencia de un procedimiento de evaluación y mejora con la ayuda de un tercero externo), 1.B.b) (sobre el tiempo mínimo mensual que se propone a los directores para el ejercicio de su cargo) y 2. A.c) (sobre la existencia de mecanismos electrónicos para la divulgación de información al mercado) son consideradas como las menos relevantes.

Entre otros factores, para un mercado esencialmente concentrado en manos de un grupo reducido de accionistas como lo es el nuestro el mayor valor no se logra a partir de estándares tan altos como el impuesto por el regulador en el tiempo o dedicación del directorio. En este sentido, reiteramos que consideramos aconsejable que la Norma sea revisada con el propósito de ser alcanzable para los emisores y que el nivel de exigencia vaya subiendo paulatinamente atendidas a las consideraciones propias del mercado chileno.

6. En esta oportunidad se puede constatar que el Proyecto hace un importante llamado a perfeccionar la información referente a políticas y prácticas en tres ejes principales, esto es; en materia de gobiernos corporativos, desarrollo sostenible y responsabilidad social empresarial.

Sin dejar de reconocer la relevancia de incorporar prácticas que promuevan el compromiso por parte de los emisores con aspectos no financieros y sustentables, el Proyecto adolece de un análisis profundo en cuanto a la legalidad y coherencia con nuestro ordenamiento en cuanto a la aplicabilidad de prácticas inspiradas en satisfacer las necesidades de aquellos terceros con un interés especial en la entidad afectados por la actividad de las compañías comúnmente llamados *stakeholders*, tales como empleados, proveedores, clientes, gobiernos y la comunidad en su totalidad.

Así por ejemplo, se quiere fomentar la adopción de políticas en materia de diversidad, en atención a la relación positiva entre la participación de distintos géneros, etnias, profesiones, ideologías y culturas, entre otros, en los distintos niveles de la organización, y el desarrollo sostenible de la sociedad. Este nuevo enfoque normativo merece especial atención y análisis, ya que cabe preguntarse si nuestra legislación es compatible con un marco de auto regulación basado en principios de sustentabilidad y responsabilidad social empresarial.

El Proyecto adheriría a una noción de interés social absolutamente diversa de aquella contemplada por nuestro legislador, cercano a un concepto más bien pluralista. Debemos recordar que nuestra legislación se restringe a una interpretación contractualista de la naturaleza del concepto de interés social, poniendo así el énfasis en el interés común de los accionistas.¹

7. Hay que recordar que nuestro marco legal contiene varias prácticas y principios de buen gobierno corporativo que están amparados en nuestra Ley de Sociedades Anónimas N°18.046 y Ley de Mercado de Valores N°18.045.

Entre otras, y como bien se señala en el Proyecto, nuestra legislación regula aspectos como la aprobación de la remuneración del directorio por parte de los accionistas (art 33 LSA); la presencia de directores independientes y la conformación de un comité de directores (Art 50 bis); la composición del número de directores (Art. 31 LSA); el deber de reserva respecto a la información a la que tenga acceso el directorio y que no haya sido divulgada oficialmente por la compañía (Art. 43 Ley 18.046); la incompatibilidad entre el cargo de gerente general con el de director de la compañía (inciso tercero Art. 49); sobre establecimiento de procedimientos claros respecto al remplazo de directores (Art. 32 LSA); las operaciones con partes relacionadas (Art. 44 y Título XVI de la Ley N°18.046) y la protección especial de accionistas minoritarios en materia de ofertas públicas de adquisición de acciones (Título XXV de la Ley 18.045).

¹ Vease E.Alcalde y E.Walker 2015

A partir de lo anterior, el regulador consideró necesario abordar aquellos estándares no amparados en nuestra ley siguiendo el modelo regulatorio empleado en jurisdicciones tales como Alemania, Holanda y el Reino Unido, entre otras. Si bien el Proyecto hace alusión a dichas jurisdicciones y sus respectivos códigos de buenas prácticas en materia de gobiernos corporativos, no percibimos en ninguna parte del texto un análisis de la experiencia extranjera y tampoco de sus respectivos códigos de manera tal que explique la forma en que tales cuerpos regulatorios o de *soft law* influyen en el Proyecto.

Hay que tener presente que los modelos de gobiernos corporativos no pueden ser replicables sin antes hacer un análisis profundo en cuanto a la conveniencia de aplicar un modelo u otro. Para esto resulta indispensable considerar aspectos tales como el desarrollo económico y cultural; las estructuras propietarias predominantes, ya sea si estamos frente a un mercado esencialmente concentrado o disperso; si el modelo aplicable se inspira en la teoría de la creación del valor compartido (*stakeholder value view*) o si por el contrario se sustenta en el deber de los directores de maximizar el valor patrimonial de los accionistas (*shareholder value maximization view*); si el directorio se compone bajo un sistema dual o unitario; etc. Para mayores antecedentes, acompañamos como Anexo 1 a estos comentarios opinión de los profesores Enrique Alcalde y Eduardo Walker.

Así por ejemplo en un mercado con un alto nivel de concentración de propiedad en manos de uno o pocos controladores la atención debiera estar en otorgar una adecuada protección a los accionistas minoritarios y no así en incrementar las responsabilidades del directorio. Para un accionista controlador más que el nivel de dedicación o grado de diversidad en el cargo le interesará la reputación, experiencia y nivel de especialidad.

Por otro lado, si bien la presente normativa no es un código propiamente tal, no existe una claridad en cuanto al propósito del regulador para cada práctica. Hay que considerar que a nivel comparado los códigos referenciales contienen la definición de principios básicos que amparan cada una de las prácticas.

Lo anterior se debe a que no es posible distinguir los principios básicos o preliminares del marco general de la norma. De hecho, tomando en cuenta que los códigos de gobiernos corporativos del Reino Unido, Alemania y Holanda son fuentes del presente proyecto sería recomendable por ejemplo hacer un mayor análisis del marco estructural de dichos códigos en cuanto a que estos contienen en su parte preliminar una clara definición de los objetivos de la norma e incluso la definición del concepto de gobierno corporativo. Para mayores antecedentes, acompañamos como Anexo 2 a estos comentarios análisis comparativo realizado por María Paz Godoy.

8. Por último, y tal y como mencionamos al momento de comentar la actual Norma cuando ésta fue puesta en consulta por la SVS, debemos hacer presente que existen principios o aclaraciones propuestas que son de difícil aplicación práctica en Chile.

En la medida en que existen sociedades abiertas que tienen un controlador claro, la posibilidad que sea el mismo emisor el que proponga y especialmente decida sobre estos estándares es más bien baja si los accionistas, en el ejercicio de los derechos que tienen de acuerdo a la ley y a la regulación en su calidad de tales, deciden algo distinto. Este punto lo consideramos central y básico a la hora de proponer estándares de gobierno corporativo en Chile, ya que necesariamente deberán ser lo suficientemente claros y atractivos para los accionistas desde un punto de vista de creación de valor para permitir que sean adoptados de buena forma por ellos.

2. Aspectos particulares del Proyecto.

En lo particular del Proyecto, podemos señalar lo siguiente:

2.1. De la modificación al cuerpo de la NCG N°341

En relación con la modificación del tercer párrafo de la norma, consideramos que las prácticas listadas contenidas en el Anexo de la Norma no debieran entenderse como “referenciales” para los emisores puesto que son estándares propiamente tales.

Asimismo, consideramos recomendable elaborar un marco estructural sujeto a una base institucional para así abandonar en esta parte el formato tipo “check list” que actualmente existe. Como referencia se pueden tomar en cuenta los preámbulos de los códigos de gobiernos corporativos de Alemania², Reino Unido³ y Australia.⁴

² **Deutscher Corporate Governance Kodex:** The recommendations of the Code are marked in the text by use of the word "shall". Companies can deviate from them, but are then obliged to disclose this annually and to justify the deviations (comply or explain). This enables companies to reflect sector and enterprise specific requirements. A well justified deviation from a Code recommendation may be in the interest of good corporate governance. Thus, the Code contributes to more flexibility and more self-regulation in the German corporate constitution. Furthermore, the Code contains suggestions which can be deviated from without disclosure; for this the Code uses the term "should". The remaining passages of the Code not marked by these terms contain descriptions of legal regulations and explanations.

³ **UK Corporate Governance Code:** Corporate governance is therefore about what the board of a company does and how it sets the values of the company. It is to be distinguished from the day to day operational management of the company by full-time executives. El código del Reino Unido tiene como fin guiar a los directores a establecer los valores de las compañías, indicando expresamente que se diferencia de la administración diaria de la empresa.

⁴ **Australian Corporate Governance Principles and Recommendations:** These Principles and Recommendations set out recommended corporate governance practices for entities listed on the ASX that, in the Council’s view, are likely to achieve good governance outcomes and meet the reasonable expectations of most investors in most situations. The Council recognizes, however, that different entities may legitimately adopt different governance practices, based on a range of factors, including their size, complexity, history and corporate culture. For that reason, the Principles and Recommendations are not mandatory and do not seek to prescribe the corporate governance practices that a listed entity must adopt.

2.2 De la propuesta de modificación al Anexo de la NCG N°341

2.2.1 Introducción

Respecto a la propuesta de modificación al cuerpo de la Norma, consideramos que señalar que el listado es referencial puede dar lugar a equívocos. Entendemos que la intención de la SVS es dejar espacio para que los emisores señalen otras buenas prácticas de gobierno corporativo que puedan estar desarrollando, pero atendida la estructura de la Norma consideramos que es necesario dejar claro que al menos respecto a los apartados mencionados el listado no es referencial.

Asimismo, en el segundo párrafo del texto propuesto se pide “...*explicitar las razones por las que no se ha adoptado ...*” una determinada práctica. Nos parece que esta redacción se aleja del funcionamiento normal de un código bajo una filosofía “*comply or explain*”, debiendo existir cierto nivel de libertad de los emisores en la explicación que entreguen al respecto, sin tener la obligación de explicitar todas las razones siendo que es información que se entrega al mercado, con las consecuencias legales y regulatorias que esto tiene.

2.2.2 Comentarios particulares

Respecto a las propuestas específicas, podemos señalar lo siguiente:

1. DEL FUNCIONAMIENTO Y COMPOSICIÓN DEL DIRECTORIO

A. De la adecuada y oportuna información del directorio, acerca de los negocios y riesgos de la sociedad, así como de sus principales políticas, controles y procedimientos.

- a. Sin perjuicio de considerar esta como una muy buena práctica, sugerimos modificar la letra (a). La práctica propuesta no debiera acotar los procesos de inducción al establecido por regulador. En virtud de la naturaleza de los negocios cada emisor debiera tener un procedimiento interno de inducción que permita cubrir los temas más relevantes de manera más flexible. Consideramos por tanto que esta práctica no puede ser estandarizada para todas las empresas por igual.

- b. Con respecto al numeral (iv) no estamos de acuerdo hacer mención expresa de los deberes de lealtad y diligencia del directorio por cuanto estos están establecidos en la ley.
- c. Sugerimos modificar la letra (b)(i) y (b)(ii). Coincidimos con el Proyecto en la necesidad de contar con una política para la contratación de asesores especialistas en materias contables, financieras, legales o de otro tipo, aun cuando siempre existe la posibilidad de que un director lo solicite en cualquier tiempo sin necesidad de política alguna para el debido cumplimiento de sus deberes fiduciarios.

Sin embargo en ningún caso recomendamos establecer que dichos asesores puedan participar en cada una de las sesiones. La presencia de asesores especialistas en cada una de las sesiones se puede malinterpretar como la incorporación de nuevos directores en la sombra que no han sido elegidos por la junta de accionistas y que por lo demás no tienen ningún deber de lealtad y de cuidado para con la compañía.

El resultado sería la delegación de poder de gobernabilidad a terceros especialistas no nombrados por la junta de accionistas, especialmente por cuanto para los directores les será muy difícil argumentar posiciones en contrario a los de dichos asesores –especialmente si son más permanentes- frente al cumplimiento de su deber de cuidado.

B. Del correcto funcionamiento del directorio y su continuidad ante la ausencia de uno o más de sus miembros.

- a. Sugerimos modificar la letra (a)(ii). El directorio es un órgano colegiado y no un conjunto de individualidades, teniendo cada director los mismos derechos y obligaciones, y deben actuar de acuerdo a la ley en sala legalmente constituida.

Adicionalmente a lo anterior, es aconsejable –pero no obligatorio- que cada director pueda capacitarse en aquellas materias en que requiera tal apoyo como parte del cumplimiento de sus deberes, pero esto es parte de una decisión consciente y libre de cada uno de ellos en forma particular.

Asimismo, en relación a la letra (iv) de este apartado, para que un tercero pueda hacer recomendaciones a cada director en forma individual, es imposible metodológicamente hablando que dicha evaluación sea realizada en un periodo corto de tiempo. Para estos efectos, el tercero requerirá hacer un trabajo extenso para en forma efectiva

detectar estas debilidades en forma científica y no en forma subjetiva basada más bien en apreciaciones muy limitadas en su aplicación temporal.

Siendo esto así, consideramos que no correspondería hacer una evaluación individual para aquellas áreas o materias en las que pueda seguir perfeccionándose cada director, y menos que tales recomendaciones provengan de un tercero.

- b. Respecto a la letra (b). Sin entrar a consideraciones específicas respecto a cada uno de los apartados, no estamos de acuerdo con esta práctica por las razones que hemos expuesto con anterioridad.

Reiteramos nuestra postura en cuanto a que el nivel de dedicación por parte del directorio no es una práctica relevante a considerar por los accionistas o inversores, siendo una práctica que no está recogida en prácticamente ninguna parte del mundo, con escasísimas excepciones. Debemos recordar que nuestro mercado, compuesto por accionistas controladores principalmente, evaluará por sobre el tiempo y dedicación, la reputación y experiencia de los directores y su aporte real a la sociedad.

Adicionalmente, que un tercero haga evaluaciones y estimaciones basadas en sólo información objetiva, como por ejemplo sería la duración de los directorios o comités que queden registrados en un acto, no se condice con la dedicación real que probablemente entregue un director que incluye un número significativo de reuniones, presentaciones o llamados que no quedan registrados.

Asimismo, la práctica ha demostrado ser poco relevante para los emisores de acuerdo a las respuestas emitidas durante los años 2013 y 2014. El nivel de aplicabilidad fue de un 10% el año 2013 y de un 12% el año 2014. Por tal razón podríamos anticipar que el nivel de aplicabilidad no variará significativamente de ese mínimo en el futuro, ya que el mercado no la considera una buena práctica per se, en línea con lo que sucede en casi todo el mundo.

- c. Sugerimos modificar la letra (c). Resulta inviable que exista un mecanismo o procedimiento por el cual se facilite a cada director el entendimiento de los fundamentos contenidos en las actas. Recomendamos eliminar la palabra “fundamentos”. Las actas que dan cuenta de las sesiones de directorio no debieran someterse a ningún tipo de interpretación en cuanto sus fundamentos.

De acuerdo a la ley el objetivo de las actas es dar cuenta de las deliberaciones y acuerdos del directorio las que deberán ser almacenadas de tal manera que garanticen la fidelidad e integridad de tales deliberaciones y acuerdos. Lo mismo debe ocurrir con los documentos y demás antecedentes que formen parte integrante de un acta de sesión de directorio (art. 86 RLSA), y es función de los directores hacer las preguntas o requerir los antecedentes que necesiten para ello.

C. Tratamiento por el directorio de los potenciales conflictos de interés que puedan surgir en el ejercicio del cargo de director

- a. Respecto de la letra (a) consideramos que los conflictos de interés que puedan surgir en el ejercicio del cargo de director no debieran acotarse de manera tan detallada en un código de conducta. Si se habla de un código de conducta, cada emisor debe ser capaz de decidir cuáles son los contenidos más adecuados para ella de forma tal de ser capaz de hacerlo propio, y no generar un documento de alguna forma impuesto que puede no tener relación con su cultura y que por lo tanto no tendrá aplicación práctica.

D. (Nueva Practica) De la diversidad en la composición del directorio y resto de la organización

- a. Respecto de la nueva práctica, estamos de acuerdo en su incorporación conceptual, ya que efectivamente la diversidad en las organizaciones suele aportar en procesos de creación de valor.

Sin embargo, respecto al texto en particular tenemos los siguientes alcances: (i) el termino barreras culturales es muy amplio, subjetivo y confuso. Cada compañía debiera ser libre de definir su cultura, y si dentro de este proceso toma la decisión de no incluir parámetros de diversidad debiera poder hacerlo, reconociendo eso sí el beneficio existente en que informe al mercado si esa es su decisión o su política al respecto; (ii) resulta confuso y contraproducente establecer los términos “etnia” o “religión”, ya que pueden llegar a ser discriminatorios en cuanto a exigir su declaración por parte de los directores o el resto de la organización.

En cuanto a la diversidad en la composición del directorio hay que tener presente que son los accionistas quienes eligen al directorio, por lo que es la junta de accionistas el órgano a cargo de promover tal grado de diversidad. Recomendamos que optar por un criterio diferente para lograr el grado de diversidad que justifique un valor

agregado, que bien puede darse con la profesión, edad, etc..

2. DE LA RELACION ENTRE LA SOCIEDAD, LOS ACCIONISTAS Y EL PUBLICO EN GENERAL

A. De la información que requieren los accionistas e inversionistas para la adecuada toma de decisiones, y de los mecanismos que facilitan la participación de los accionistas en las juntas de accionistas.

- a. Respecto a la letra (a). Consideramos recomendable que la junta de accionistas cuente con más antecedentes sobre el perfil de los candidatos, en la medida que esta información pueda ser obtenida en forma fácil y pública por la sociedad, pero algunos de los elementos señalados –como por ejemplo la identificación de la religión- no es un valor agregado esencial a considerar.
- b. Sugerimos modificar la letra (c). Entendiendo la necesidad y conveniencia de que los accionistas tengan acceso a toda la información en el menor plazo posible, es poco probable que los emisores puedan garantizar que el desfase entre la adopción del acuerdo y la difusión del mismo sea inferior a 5 minutos ya que son aspectos técnicos siendo que muchas veces las juntas se celebran en lugares distintos a las oficinas de la sociedad. En este sentido sugerimos modificar dicho plazo por una expresión similar a “la brevedad posible”.
- c. Respecto a la letra (d)(iv). Consideramos que la práctica es muy amplia en su redacción actual. En estas materias es importante contar con una unidad bilingüe, pero no en cualquier idioma, sino que en nuestra opinión en idioma inglés, que es el idioma universal de información para los mercados e inversionistas.
- d. Respecto a la letra (e)(i) y (e)(ii). Esta práctica se encuentra amparada en el artículo 10 de la Ley de Mercado de Valores bajo el tratamiento de “hecho esencial”, por lo que tal como hemos señalado supone revisar si la información entregada cumple con la ley siendo que precisamente se entrega para cumplir con la ley. Si esto no fuera así, debiera ser el propio regulador quien reconvenga o sancione al emisor para corregirlo. Asimismo, respecto a la letra (e)(iii), consideramos contraproducente que un tercero sea el responsable por velar en cuanto a las políticas y procedimientos de revelación de información al mercado por cuanto implicaría que éste deberá tener un mayor grado de conocimiento e injerencia en todo tipo de informaciones que existan o se generen al interior de la sociedad.

B. (Nueva practica) Reporte de Sustentabilidad

- a. Consideramos que efectivamente incluir la sustentabilidad como práctica recoge los estándares internacionales existentes al respecto.
- b. Respecto a la letra (a) (ii). Sugerimos cambiar la palabra “metas” por “políticas”.
- c. No tenemos mayores comentarios respecto a los indicadores propuestos, por cuanto efectivamente son de aquellos que se utilizan a nivel internacional. Sin embargo, tampoco vemos la justificación específica de señalar estos indicadores y no dejar en libertad a los emisores al respecto o incluso considerar otros, siendo que estos indicadores son por esencia cambiantes en el tiempo.

3. De la sustitución y compensación de ejecutivos principales

A. De los procedimientos de sucesión y de las políticas y planes de compensación de los ejecutivos principales

- a. Con respecto a la letra (a)(i), sugerimos definir el concepto de “plana ejecutiva” utilizando el criterio de ejecutivos principales existente en la ley. Sin perjuicio de ello, una cosa es el conjunto de habilidades que una sociedad puede considerar óptimo de la posibilidad real de acceder a un conjunto de personas que cuenten con dichas habilidades y que puedan ocuparlas de forma perfecta en su trabajo en la sociedad.

Por ello, más que identificar dichas habilidades en la forma propuesta, consideramos más relevante señalar que el directorio realiza como parte de sus funciones la gestión del talento existente a nivel de ejecutivos principales.

Por último, estimamos muy conveniente que existan planes y políticas de sucesión para ejecutivos principales, por la incidencia que tiene en la operación normal de la sociedad.

- b. Respecto a la letra (b) estamos de acuerdo en la necesidad de promover mecanismos de compensaciones y remuneraciones que eviten fomentar fraudes.

Sin embargo no compartimos que la calificación de riesgos se someta a políticas definidas ex ante a menos que esté en relación directa a la matriz de riesgos de la sociedad. Tal como lo hemos señalado con anterioridad, se debe tomar en cuenta que el asumir riesgos es una tarea inherente a un ejecutivo de una entidad con fines de lucro, ya que sólo el asumirlos y gestionarlos adecuadamente otorga la oportunidad de obtener resultados positivos para la sociedad y sus accionistas. Lo que propone el regulador añadiría un elemento subjetivo de difícil determinación ex ante. Podría sin embargo incluirse algo similar a lo que indica el Código del Reino Unido en cuanto a que la remuneración de los ejecutivos principales se diseñe de manera que permita promover la creación de valor en el largo plazo de la compañía (*Executive directors' remuneration should be designed to promote the long-term success of the company. Performance-related elements should be transparent, stretching and rigorously applied*).

En este sentido, consideramos que la revisión de estas estructuras es un trabajo interno de la sociedad, donde de acuerdo a la ley tiene especial participación el Comité de Directores. Por ello, no estimamos conveniente que se proponga como buena práctica que un tercero evalúe dicha estructura en forma permanente, ya que en base a su experiencia podría ser considerado como una opinión casi vinculante para la sociedad, siendo que en cualquier tiempo se puede pedir dicha opinión si se estima necesario, sin necesidad alguna –insistimos- de tenerlo como buena práctica.

Asimismo, tampoco vemos como buena práctica proponer que se publique en el sitio de internet de la sociedad tales estructuras, siendo que es un tema netamente interno de la sociedad. Es distinto señalar que existen políticas y procedimientos al respecto, que existen estructuras, que darlas a conocer en forma pública con el efecto tanto interno como externo y competitivo que esto tiene.

Por último, entendemos la intención detrás de incorporar un apartado respecto al “say on pay” en relación a los ejecutivos principales y no sólo respecto al directorio, que es lo que señala la ley. Sin embargo, debemos hacer presente que dicho “say on pay” respecto a ejecutivos principales se produce en mercados de propiedad dispersa,

donde los controladores efectivos son a la vez directores y ejecutivos y por lo tanto existe el riesgo de extracción de valor por esta vía. Siendo la realidad de nuestro mercado muy distinta, creemos que es poco aplicable en la situación actual por lo que sugerimos eliminar el apartado (iv) sin perjuicio de analizar su inclusión como buena práctica si es que la estructura de mercado cambia en el futuro.

4. De la definición, implementación y supervisión de políticas y procedimientos de control internos y gestión de riesgos e la empresa.

A. De la administración adecuada de los riesgos inherentes a los negocios que realiza la entidad y de la adopción de las medidas que correspondan a objeto que los riesgos finalmente asumidos por la misma, se enmarquen dentro de la políticas definidas al efectos

- a. Respecto a la letra (a). No se menciona la gestión de los riesgos estratégicos, operacionales, de cumplimiento, y de información que hoy está ampliamente difundido, ni tampoco se consulta si la empresa aplica procedimientos de identificación, evaluación, control y seguimiento de riesgos, lo que consideramos podría ser incluido.
- b. Respecto de la letra (c) Consideramos que si bien, la idea practica es recomendable, la propuesta se centra en proteger al denunciante y no en sancionar las malas prácticas, ni en quiénes las ejecutan. Asimismo, se confunde el concepto de anonimato, con el de confidencialidad, y se cae en el error de buscar asegurar la protección de denunciante, situación que no siempre es posible. Lógicamente existirán menores barreras de entrada en su uso en la medida en que mejor funcione el sistema, pero no consideramos que este factor sea el que determine si es o no una buena práctica.

Para mayores antecedentes, acompañamos como **Anexo 3** a estos comentarios opinión del profesor Ricardo Jungmann.

5. (Nueva practica) De la evaluación por parte de un tercero

- a. No estamos de acuerdo con la propuesta de incorporar la evaluación por parte de un tercero como una buena práctica.

En este sentido, es responsabilidad de la sociedad contestar veraz y eficientemente lo señalado en la Norma, existiendo de hecho sanciones si es que un emisor entrega información falsa al regulador al mercado. Por lo tanto, no existe necesidad alguna que sea un tercero el que verifique la información que se está entregando, lo que tiene aún más relevancia considerando las materias, políticas y procedimientos que forman parte de la Norma, lo que haría que tales terceros fueran prácticamente parte de los emisores.

Adicionalmente, la creación de esta figura consideramos que crearía entre otras cosas una industria de certificación, la que por lo demás estaría supervisada por la SVS. Estas figuras no existen a nivel comparado, y está demostrado científicamente que donde existe esta industria certificadora no se ha añadido valor a los emisores, sino que simplemente se ha generado una industria adicional a costo de los emisores.

Por último, el Proyecto parece querer establecer una doble militancia de los eventuales asesores, sin que esté claro las razones detrás de ella. Por un lado se establece una experiencia mínima que no está claro cómo podría acreditarse siendo regulados por la SVS, y por otro lado se establece que deben estar además incorporados en una nómina que se establezca por las bolsas de comercio siendo que estas últimas no han hecho esfuerzos cuantificables para mejorar los estándares de gobierno corporativo en sus emisores listados. En definitiva, no vemos valor alguno en esta propuesta.

Para mayores antecedentes, acompañamos como **Anexo 4** a estos comentarios opinión del profesor Luis Hernán Paul.

3. Otras consideraciones.

Por último, tal como lo hemos recomendado con anterioridad, creemos que el regulador podría considerar incluir en forma general en la Norma los siguientes temas:

- Elaboración de un informe anual de Gobierno Corporativo, que dé cuenta de la manera en que en el año respectivo se ha manejado este tema al interior de la sociedad;
- Existencia de un manual de funcionamiento de Gobierno Corporativo en los emisores, que permita contar a los accionistas, inversionistas y al mercado con mayor información al respecto.

Por último, y sin perjuicio de quedar a su disposición para aclarar o complementar cualquier aspecto relativo a este informe, manifestamos desde ya nuestra disposición a participar en cualquier mesa de trabajo de la SVS. Sin perjuicio de lo anterior, nuestra participación en cualquiera instancia de esta naturaleza no implica nuestra conformidad ni el Proyecto ni con el resultado final del mismo, a menos que así se señale expresamente.

Santiago, 2 de abril de 2015.

ANEXO 1

LA NUEVA REGULACIÓN DE LA SVS: DUDAS CONVERGENTES EN PERSPECTIVAS DIFERENTES

Enrique Alcalde Rodríguez

Eduardo Walker Hitschfeld⁵

Recientemente, la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) dio a conocer el nuevo proyecto normativo que modifica las Normas de Carácter General N°341 y N°30 con el fin fortalecer los estándares de gobierno corporativo de las sociedades anónimas chilenas.

Esta nueva propuesta, según su declarada inspiración, pretende avanzar en calidad y transparencia de la información de las sociedades hacia sus inversionistas y el mercado en general, en aquellas áreas donde existen riesgos asociados a las actividades propias del negocio y donde la ejecución de políticas y prácticas de responsabilidad social y sustentabilidad son clave para el buen desarrollo del mismo.

En este esfuerzo, el regulador, por vez primera, se refiere a las fuentes normativas y modelos internacionales que sirvieron de base para su nueva propuesta (entre otros, los Principios de Gobierno Corporativo de la OECD del año 2004 y los Códigos de Gobiernos Corporativos de países tales como el Reino Unido, Alemania, Holanda, Australia, México y Perú), pero sin identificarse con alguno de éstos.

Lo anterior no deja de ser sorprendente, considerando que tales marcos normativos no solo difieren sustancialmente entre sí, sino que obedecen a realidades corporativas y tradiciones en muchos casos radicalmente distintas a la chilena, no bastando la simple enumeración acrítica de prácticas internacionales, como si todas pudieran o debieran cumplirse simultáneamente. Esta ausencia de identificación tampoco permite contar con una idea precisa acerca del modelo o principio fundamental en que se basa la nueva regulación que se propone.⁶

Esta opinión analiza la propuesta de la SVS referida a la consideración que debe darse a los *stakeholders* de una empresa desde dos perspectivas: una legal, analizando la propuesta sobre la base de la letra y el espíritu de la legislación vigente en Chile, y una económico-financiera, que considera dicha propuesta a la luz de los incentivos económicos enfrentados por las sociedades, particularmente las sociedades anónimas. Las conclusiones de ambos análisis resultan ser altamente coincidentes.

⁵ Los autores son Profesores Titulares de la Pontificia Universidad Católica de Chile, de la Facultad de Derecho y de Ciencias Económicas y Administrativas, respectivamente. Además son directores del Centro de Gobierno Corporativo UC. Sin embargo, las opiniones presentadas en este trabajo sólo representan a sus autores.

⁶ Véase Godoy (2015), que realiza un análisis comparado de códigos de gobierno corporativo de diferentes países.

A. La perspectiva legal

En uno de sus aspectos, quizás el más preocupante, se advierte que la propuesta de la SVS adheriría entusiastamente a una noción de “interés social” absolutamente diversa de aquella contemplada por nuestro legislador. Ella se vincula con una idea “pluralista” del interés social conocida con el nombre de teoría del *stakeholder value* (“teoría de la creación del valor compartido”; Freeman, 1984), la cual también recoge aspectos de la tendencia conocida como “Responsabilidad Social Empresarial”. En esta perspectiva, la principal responsabilidad de la sociedad es crear el mayor valor posible para todos los *stakeholders* (grupos de interés afectados por la actividad empresarial), esto es, para todas las partes implicadas en la empresa.

Como es sabido, el concepto de “interés social” resulta una noción fundamental dentro del ámbito de las compañías; tanto así que la misma definición que se tenga de él determina las características cualitativas del derecho societario. Según también se sabe, un somero examen de las disposiciones legales que gobiernan la sociedad anónima permite colegir que nuestra ley adhiere a una concepción contractualista que, por lo mismo, excluye la configuración de un interés social superior y diverso del interés de los propios accionistas.

En efecto, partiendo de la *causa* del contrato de sociedad, y haciéndose hincapié en la distinción entre los intereses sociales y los intereses extrasociales, el concepto de interés social ha sido sintetizado, por esta doctrina, como el interés *común* de los socios en su calidad de tales. El interés social es, así, la tendencia a la realización del fin último de la sociedad, que es la causa del contrato y que, como tal, es compartido por todos los socios, consistiendo, en lo esencial, en que mediante la actividad social se logre el máximo lucro posible.

La objeción, por tanto, que puede formularse respecto de esta nueva propuesta regulatoria consiste en la velada introducción –por la vía administrativa– de exigencias aplicables a la administración de las compañías que no solo ignoran la concepción que sigue el legislador, sino que derechamente constituyen una subversión de la misma.

En lo que dice relación con las consecuencias que acarrea tal proceder, y más allá de su antijuricidad, destacan los problemas que tal iniciativa produce en lo que respecta a la determinación del preciso sentido y alcance de los “deberes fiduciarios” que, por expresa disposición legal, recaen sobre los directores de una sociedad anónima.

Piénsese, por ejemplo, qué puede ocurrir a partir de esta nueva concepción del “interés social” si se lo vincula, por ejemplo, con los deberes de *diligencia* y de *lealtad* de los administradores societarios. Su adopción podría determinar que tales deberes dejen de cumplir el rol que han tenido hasta ahora, en cuanto medio de protección de los intereses de los propios accionistas, para convertirse en un instrumento que ampare –incluso postergando a los socios– los intereses de trabajadores, consumidores, proveedores, comunidad local y Estado, con total independencia de lo que respecto de estos últimos disponga la normativa que les resulte directa y particularmente aplicable.

Con lo dicho en ningún caso pretende ignorarse la legitimidad de aquellos otros intereses que conviven junto con los que también legítimamente poseen los accionistas. Tales intereses y expectativas son también dignos de amparo y tutela, solo que para protegerlos no es necesario

subvertir el derecho societario. En muchos casos basta con relegar tal protección a los ámbitos que naturalmente les corresponden, p.ej., protección del consumidor, derecho ambiental, derecho tributario, etc.

No entenderlo así –independientemente de la improcedencia que representa modificar, a través de reglamentaciones administrativas, una clara regulación de jerarquía legal– acarrea el evidente peligro de dotar a los directores de una autonomía e independencia en relación con los dueños de la sociedad que carece de justificación constitucional y, en lo más inmediato, el que tales administradores deban enfrentar una absoluta incertidumbre respecto del alcance de sus deberes fiduciarios. Fácil será advertir que ello resulta nocivo en cualquier economía que considere a la sociedad anónima (como viene ocurriendo desde el siglo XIX) un pilar básico para el mayor desarrollo de una nación.

B. La perspectiva financiera

Los argumentos anteriores, recogidos en la legislación chilena, tienen además un importante respaldo en la ciencia económica, y ayudan a entender cuál debería ser (como se denomina en la jerga económica) la función objetivo de la empresa. Lo expuesto hasta ahora también tiene un sustento importante en el éxito de los sistemas capitalistas en la creación de valor y bienestar en los últimos siglos. La “función objetivo” es a la economía lo que el “interés social” es a la legislación.

Para identificar qué función objetivo debería ser optimizada por la empresa, parecería necesario identificar previamente quién es realmente “su dueño”. Es evidente que para que una empresa tenga éxito (palabra cuya definición es parte del problema) deberán confluír diversos grupos de interés con intereses posiblemente contrapuestos.

Pero independientemente de cuál sea la respuesta correcta a dicha pregunta, en el caso de las sociedades anónimas, el control lo tienen los accionistas, que designan a un directorio, encargado, entre otras cosas, de designar a los principales ejecutivos de las empresas y de participar en la toma de decisiones más importantes. Por otro lado, en las sociedades anónimas la responsabilidad se limita a los aportes realizados por los accionistas.

En este contexto, la pregunta pertinente ya no es “quién es el dueño de la empresa” sino “quiénes controlan sus decisiones”. Como se ha planteado, en las sociedades anónimas, son los accionistas, a través del directorio.

Hay al menos dos justificaciones conceptuales acerca de por qué la regulación asigna el control a los accionistas:

1. Dado que se han hecho los aportes de capital a la sociedad, que éstos pueden retirarse sólo vía dividendos y que los dividendos pueden pagarse sólo cuando hay utilidades, *los accionistas son los stakeholders más susceptibles de ser expropiados*. Baste imaginar cuáles serían los objetivos perseguidos si los acreedores o trabajadores de la empresa tuvieran el control de las decisiones más importantes. Es fácil llevar las utilidades a cero por la vía de aumentar cualquier costo intermedio.

2. Para poder pagar dividendos, las empresas antes deben generar utilidades, y para lograrlo, deben existir flujos de caja residuales positivos, luego de haber pagado a todos los grupos involucrados en el proceso productivo, pasando por trabajadores, acreedores, proveedores, fisco, etc. Entonces, hay cierta *alineación de intereses* al asignar al receptor de los flujos residuales el derecho a controlar las decisiones importantes en una empresa.

La siguiente pregunta es normativa: qué función objetivo (o interés social) *deberían* maximizar los controladores. Se ha argumentado más arriba que, según la legislación vigente en Chile, “el interés social es... en lo esencial [...] que mediante la actividad social se logre el máximo lucro posible.” En lenguaje financiero, lo anterior equivale a la maximización del valor económico del patrimonio de los accionistas.

Puede objetarse que, en determinadas circunstancias (monopolios, externalidades, contratos incompletos, etc.), el satisfacer este objetivo perjudicaría a otros *stakeholders* de la empresa, incluyendo, por ejemplo, a acreedores financieros, al medioambiente, a trabajadores y sus condiciones laborales, a clientes, a proveedores, a la comunidad y un largo etcétera. Por ejemplo, no es difícil imaginar una situación en que, al maximizar el valor del patrimonio, se está depredando el medioambiente. Así, puede argüirse que la lógica anterior llevaría a expropiar valor a todos los *stakeholders* de la empresa que no sean los accionistas y esto podría explicar la preocupación de las autoridades regulatorias por este tema particular.

Sin embargo, como lo notan Jensen (2001) y otros, expropiar valor a los *stakeholders* no sería beneficioso para la empresa en el largo plazo. Hay muchos ejemplos prácticos en los que haber pasado a llevar a ciertos *stakeholders* ha redundado en un perjuicio para los propios accionistas. Es por ello que Jensen sostiene que, en lugar de maximizar el valor económico del patrimonio de los accionistas, la función objetivo debe ser *maximizar el valor económico de los activos en el largo plazo*, lo que denomina “enlightened value maximization” (Anexo 1). Dos siglos de trabajo en economía y finanzas permiten afirmar que, al maximizar su valor, las empresas también maximizan el bienestar social. La intuición consiste en que se crea valor cuando los productos y servicios de una empresa tienen un valor (social) superior al costo de los insumos utilizados en su producción. El valor económico de los activos en el largo plazo es el valor presente de estos excedentes.

Dado el valor de los “compromisos” de la empresa (financieros, ambientales, laborales, etc.), maximizar el valor de los activos en el largo plazo equivale a maximizar el valor del patrimonio, sin perjudicar (es decir, sin expropiar las cuasi-rentas) al resto de los *stakeholders*. Por lo tanto, sería parte del propio “interés social” que el directorio considere debidamente los intereses de otros *stakeholders*, más allá de los accionistas, pero sólo en la medida en que esto tenga un efecto positivo sobre el valor de la empresa en el largo plazo.

Por último, es necesario notar una deficiencia lógica importante de la “*stakeholder theory*” (Jensen, 2001). En términos generales ésta establece que todos los *stakeholders* serían igualmente importantes y que sería necesario considerarlos a todos. Pero, ¿cómo se hace esto? Diferentes interesados tendrán intereses muy diversos entre sí y favorecer a algunos típicamente implicará desfavorecer a otros. ¿Cómo se manejan estos objetivos contrapuestos? Desde un punto de vista

lógico, la existencia simultánea de muchas funciones objetivo equivale a no tener ninguna, lo que se presta para problemas potenciales serios de gobierno corporativo.

Como se nota más arriba, esto acarrea el evidente peligro de dotar a los directores de una discrecionalidad absoluta en relación con los accionistas de la sociedad, pudiendo elegir la “causa” que más les acomode, aún a expensas suyas. En cambio, si se entiende la función objetivo o el interés social como la maximización del valor de la empresa en el largo plazo, habrá mayor claridad acerca de cómo deben considerarse los intereses contrapuestos de diferentes interesados: se dará especial atención a aquéllos que mejor colaboran a la maximización de valor.

C. Comentarios finales

La presente opinión da cuenta de la propuesta de la SVS referida a la consideración que debe darse a los *stakeholders* de una empresa. Aparentemente, en esta normativa la SVS utiliza el modelo conceptual de la *stakeholder theory*, que consiste en considerar el valor que genera la empresa para todas las partes vinculadas a su funcionamiento.

Desde el punto de vista económico-financiero (incluso desde la simple lógica) esta teoría tiene dos grandes problemas: primero, que tratar de satisfacer a todos los *stakeholders* no permite definir un objetivo claro para la sociedad. Segundo, no nos dice cómo considerar intereses contrapuestos.

Las disposiciones legales que gobiernan la sociedad anónima en Chile excluyen la configuración de un interés social superior y diverso del interés de los propios accionistas, siendo sintetizado como el interés *común* de los socios, esto es, que mediante la actividad social se logre el máximo lucro posible. En lenguaje financiero, esto equivale a maximizar el valor del patrimonio económico de los accionistas. Esta función objetivo resuelve los dos problemas mencionados de la teoría de los *stakeholders*.

Sin embargo, puede objetarse que este proceso de maximización de valor en algunos casos perjudicará (o expropiará valor) a ciertos *stakeholders*. Es por ello que, en este caso, el lucro debe entenderse más bien como la maximización del *valor de la empresa en el largo plazo*. Para el logro de este objetivo es necesario tomar en cuenta a los *stakeholders* de la empresa, más allá de sus accionistas, pero sólo en la medida que ello colabore con el propósito último de crear valor en el sentido indicado.

Un caso cuya legislación es significativamente coincidente con el planteamiento presentado aquí es el del Reino Unido, presentado en el Anexo 1.1.

D. Referencias

- Freeman, R. Edward (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*: Pittman Books Limited.
- Godoy, María Paz (2015). Análisis comparado: sistemas de gobiernos corporativos en jurisdicciones extranjeras. *Mimeo*, Centro de Gobierno Corporativo UC.
- Jensen, Michael. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of applied corporate finance*, 14(3), 8-21.

ANEXO 1.1

La regulación del Reino Unido: Un *Benchmark* Útil

“Enlightened Shareholder Value”

María Paz Godoy Uson

La teoría o enfoque conocido como *Enlightened Shareholder Value* (ESV) es atribuido al Reino Unido. Se encuentra amparado en el artículo 172 de la *UK Companies Act 2006*.

La doctrina lo interpreta como el deber del directorio de velar en primera instancia por los intereses de los accionistas pero con el alcance, a nivel de gestión, de crear valor en el largo plazo. Entre otros, el llamado a considerar los intereses de los *stakeholders* es solo secundario pero a la vez determinante para promover un buen resultado. En general se ha indicado que este enfoque permite equilibrar dos perspectivas contrapuestas como lo son el *shareholder value maximization* y el *stakeholder value*, logrando así una mayor flexibilidad por parte del directorio al momento de tomar decisiones sin dejar de lado los intereses de los *stakeholders*.

UK Companies Act 2006:

Chapter 2 General duties of directors

The general duties

171 Duty to act within powers:

A director of a company must— (a) act in accordance with the company’s constitution, and (b) only exercise powers for the purposes for which they are conferred.

172 Duty to promote the success of the company:

(1) A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to— (a) the likely consequences of any decision in the long term, (b) the interests of the company’s employees, (c) the need to foster the company’s business relationships with suppliers, customers and others, (d) the impact of the company’s operations on the community and the environment, (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and (f) the need to act fairly as between members of the company

(2) Where or to the extent that the purposes of the company consist of or include purposes other than the benefit of its members, subsection (1) has effect as if the reference to promoting the success of the company for the benefit of its members were to achieving those purposes.

(3) The duty imposed by this section has effect subject to any enactment or rule of law requiring directors, in certain circumstances, to consider or act in the interests of creditors of the company.

ANEXO 2

ANÁLISIS COMPARADO: SISTEMAS DE GOBIERNOS CORPORATIVOS EN JURISDICCIONES EXTRANJERAS

María Paz Godoy Uson⁷

Con el fin de fortalecer los estándares de gobierno corporativo en las sociedades anónimas chilenas, la Superintendencia de Valores y Seguros, mediante el proyecto normativo que modifica la Norma de Carácter General N°341 y N°30, ha tomado como referencia el modelo regulatorio empleado por diversas jurisdicciones extranjeras. Así, por primera vez, el regulador se refiere a las fuentes normativas que sirvieron de base para la elaboración de esta nueva propuesta, las que entre otras, se encuentran los Códigos de Gobiernos Corporativos de países tales como Australia, Reino Unido, Holanda, Alemania, Brasil, México y Perú.

Al respecto, resulta relevante destacar que la nueva propuesta carece de un análisis preliminar de cada una de las fuentes jurisdiccionales que sirvieron de base para la elaboración del proyecto normativo, lo que claramente se traduce en la incorporación de prácticas asociadas a mercados y sistemas legales divergentes con el nuestro. Lo anterior, sin duda, amerita un mayor grado de análisis, por lo menos en lo que se refiere a las características generales de dichos mercados y a las consideraciones teóricas que fundamentan la aplicación de sus recomendaciones y principios de buenas prácticas.

A. Concepto

De la experiencia extranjera se puede observar que los Códigos de Gobiernos Corporativos convergen en una serie de aspectos. Sin embargo se debe tomar en cuenta que estos han sido elaborados en concordancia con sistemas o modelos regulatorios orientados en resguardar algunos intereses por sobre otros. Así por ejemplo, se puede detectar que a partir de la definición de gobierno corporativo abordada en los códigos o principios extranjeros, bien se podría interpretar si estamos frente a un modelo cercano a satisfacer el interés público o por el contrario a resguardar los intereses económicos de los accionistas. Así por ejemplo, para los efectos de la nueva propuesta, resulta interesante distinguir el enfoque del código o principio en cuestión de acuerdo a la definición de gobierno corporativo establecida en el mismo texto. (ver Anexo 1.1)

B. Elementos básicos a considerar

1. El primer elemento a considerar es el sistema legal aplicable al marco normativo (ver Anexo 1.2). Así por ejemplo los modelos referenciales en la propuesta provienen de tres

⁷ Abogado, Universidad de Los Andes. Magister en Derecho Internacional Universidad de Chile y Universidad de Heidelberg. Candidata PhD en Derecho, Universidad de Maastricht, Holanda. Coordinadora de Investigación Centro de Gobierno Corporativo UC.

sistemas (Anglosajón, Continental y Latinoamericano). El sistema Anglosajón, tiene su origen en el *Common Law* o ley común, donde las decisiones jurisprudenciales son la base del sistema legal. En general, la propiedad se encuentra dispersa entre un alto número de accionistas, dando cuenta de mercados financieros desarrollados y más sofisticados, con recurrentes oportunidades para tomas de control. Es típico de las jurisdicciones Anglosajonas que exista un mayor grado de protección de los intereses de los accionistas. El sistema Continental, por el contrario, tiene su origen en la ley civil, siendo ésta la principal fuente por sobre la jurisprudencia. La propiedad en este sistema es esencialmente concentrada, en su mayoría en empresas familiares y bancos. Los mercados financieros no son tan desarrollados y por lo general los intereses de los accionistas están alineados con los de la administración. Las jurisdicciones Latinoamericanas, también sujetas al derecho civil, se identifican con el grupo de mercados emergentes. Al igual que en los países continentales, existe un alto grado de concentración en la propiedad y con mayor presencia o intervención por parte de instituciones gubernamentales. Al igual que en el sistema Continental, los intereses de los directores están alineados con los de los accionistas, esencialmente, los controladores.

2. En segundo lugar, también es posible distinguir los modelos de gobiernos corporativos de acuerdo al nivel de cumplimiento. Así, existen modelos sujetos al cumplimiento de leyes o normas estrictas (*Rule-Based*) como ocurre en Estados Unidos (a través de las leyes *Sarbanes-Oxley Act* y *Dood Frank Act*), y modelos basados en el cumplimiento voluntario de principios (*Principle-Based*), como ocurre en la mayoría de las jurisdicciones y donde se aplica el principio de cumplimiento o explicación (*comply or explain principle*) introducido por el Reino Unido. Por tanto, si bien Estados Unidos y el Reino Unido convergen en el sistema legal, e incluso en la estructura de sus directorios bajo un sistema unitario, claramente se diferencian en cuanto al grado de cumplimiento de sus prácticas de gobiernos corporativos. La nueva propuesta ha tomado como referencia sólo países sujetos al cumplimiento voluntario de sus prácticas de gobiernos corporativos.
3. En tercer lugar resulta indispensable analizar a la luz de la teoría de la agencia, las estructuras de propiedad inherentes a cada una de las jurisdicciones citadas en la propuesta. Los modelos de gobierno corporativo a nivel comparado no pueden ser replicables sin antes identificar los conflictos de agencia que se quieren mitigar. Por ejemplo, en aquellos países con estructuras de propiedad dispersa, las normas de gobiernos corporativos debieran apuntar a resolver los problemas de agencia surgidos entre los accionistas y el directorio. Por otra parte, en países donde la propiedad está concentrada en manos de un accionista controlador, los problemas de agencia son atribuidos a los conflictos de interés que surgen entre el controlador y los accionistas minoritarios. El mercado Chileno se debe identificar con el segundo caso.
4. En cuarto lugar, los modelos de gobiernos corporativos se diferencian según si el énfasis está en darle mayor cabida a los intereses de los stakeholders o por el contrario si las decisiones del directorio se toman en consideración al interés económico de los accionistas:

(a) De los tres países latinoamericanos considerados como referentes para la propuesta normativa, sólo Brasil utiliza el modelo conceptual de la *stakeholder theory*, muy bien difundido en su ley de sociedades anónimas.⁸ Por el contrario, e incluso desde el ámbito de la autorregulación, el Código de Mejores Prácticas Corporativas Mexicano se inclina por el deber de maximizar el valor económico, dejando constancia en su Anexo V que el deber fiduciario del consejo de administración y alta dirección es buscar maximizar la riqueza de todos los accionistas por igual. Por último, Perú, y en la misma línea (o bajo una posición intermedia), ha establecido en su *Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas* que dicho cuerpo normativo no abarca aspectos como la responsabilidad social corporativa para la gestión de las relaciones con los grupos de interés. Lo anterior nos demuestra, que en estas tres jurisdicciones, las normas aplicables en materia de gobiernos corporativos para aspectos relacionados con los *stakeholders*, si son coherentes con sus marcos jurídicos.

(b) Los modelos de gobiernos corporativos en Europa Continental, como el de Alemania y Holanda, se destacan por contener principios y normativas claramente inspiradas en la teoría del *stakeholder value*. Así lo refleja el sistema de co determinación alemán y sus principios inspirados en la economía social de mercado. Holanda por otro lado contempla principios de la misma teoría a lo largo de todo su código de gobierno corporativo. Sin embargo, en la práctica se han visto claros indicios de convergencia entre el modelo que resguardar los intereses de los *stakeholders* con aquel que ampara el deber de maximizar el valor patrimonial de los accionistas (*shareholder value maximization*). Lo anterior se ha debido principalmente por un importante movimiento de activismo por parte de accionistas minoritarios (especialmente extranjeros) que buscan maximizar el valor patrimonial de la empresa en un corto plazo. Así por ejemplo, se ha observado como algunos fondos de inversión han logrado desestabilizar el tradicional sistema que resguardar los intereses de los terceros afectados por las actividades de la empresa.

⁸ Lei nº 6.404 de 15 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

§ 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

§ 2º É vedado ao administrador:

a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;

b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;

c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembléia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo

§ 3º As importâncias recebidas com infração ao disposto na alínea c do § 2º pertencerão à companhia.

§ 4º O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais.

(c) Los modelos de gobiernos corporativos Anglosajones, como el de Australia y el Reino Unido, merecen especial atención en cuanto al tratamiento de los *stakeholders*. La interpretación de la legislación australiana en cuanto al deber de los directores frente a la posición de los *stakeholders* es más bien estricta.⁹ Sin embargo en materia de autorregulación, su código *Corporate Governance Principles and Recommendations* contiene importantes prácticas y principios en consideración a los *stakeholders*. Por último el Reino Unido merece una especial mención por la posición conciliadora que ha tomado frente a los dos sistemas convencionales. Así, el modelo corporativo alternativo que se consagra en el Reino Unido se conoce bajo el nombre de *Enlightened Shareholder Value* (ESV), el cual se ampara en el artículo 172 de la *UK Companies Act 2006*.¹⁰ La doctrina lo interpreta como el deber del directorio de velar en primera instancia por los intereses de los accionistas pero con el alcance, a nivel de gestión, de crear valor a largo plazo. Entre otros, el elemento *stakeholder* es solo secundario pero a la vez determinante para promover un buen resultado.

5. Por último sería interesante hacer un mayor análisis con respecto a la estructura del directorio aplicable en cada sistema. Por ejemplo los países anglosajones mantienen una estructura unitaria mientras que los países continentales optan por un sistema dual. Al respecto, en países donde existe la figura del directorio supervisor (*supervisory board*), la evaluación se da por la vía de la supervisión que éste ejerce sobre el directorio ejecutivo (*management board*), por tanto pareciera ser no relevante la figura de un tercero evaluador. En un sistema unitario, como el nuestro, la recomendación ha sido promover la figura del director independiente junto con la creación de comités especializados. Por otro lado se ha señalado que la presencia de directores independientes bien puede ser contraproducente para la compañía en cuanto estos no tienen los mismos conocimientos, experiencia y especialidad que un director ejecutivo que forma parte de la plana gerencial por ejemplo. Así, se ha indicado que lo relevante es encontrar un balance apropiado entre conocimientos, diversidad y experiencia.

⁹ *Australian Corporations Act 2001* Art. 181(1): A director or other office of a corporation must exercise their powers and discharge their duties:

(a) in good faith in the best interests of the corporation; and (b) for a proper purpose.

¹⁰ Los deberes fiduciarios del directorio en el Reino Unido se establecen en el Art. 171 del *UK Companies Act 2006*:

Duty to act within powers:

A director of a company must— (a) act in accordance with the company's constitution, and (b) only exercise powers for the purposes for which they are conferred.

172 Duty to promote the success of the company:

(1) A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to— (a) the likely consequences of any decision in the long term, (b) the interests of the company's employees, (c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others, (d) the impact of the company's operations on the community and the environment, (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and (f) the need to act fairly as between members of the company

(2) Where or to the extent that the purposes of the company consist of or include purposes other than the benefit of its members, subsection (1) has effect as if the reference to promoting the success of the company for the benefit of its members were to achieving those purposes.

(3) The duty imposed by this section has effect subject to any enactment or rule of law requiring directors, in certain circumstances, to consider or act in the interests of creditors of the company.

Conclusiones

A partir del breve análisis expuesto, se puede establecer que no basta con inspirarse en modelos de autorregulación a nivel comparado sin antes estudiar a fondo la realidad de los mercados y sistemas legales que servirán de apoyo para fortalecer los estándares de gobierno corporativo de las sociedades anónimas chilenas. Por lo mismo, no hay que olvidar que la construcción de un buen modelo de gobierno corporativo no solo se inspira en la experiencia extranjera, sino que éste debe ser concordante con el marco jurídico en el cual se inserta.

Referencias

1. Kershaw, David, (2012) *Company Law in Context: Text and Materials*, Oxford University Press.
2. Mallin, Christine A., (2013) *Corporate Governance*, Oxford University Press.
3. Tricker, Bob, (2012) *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, Oxford University Press.

Anexo 1.1 Enfoque Modelo Gobierno Corporativo según Concepto

Enfoque	Definición de Gobierno Corporativo	Fuente
<i>Societal Perspective</i> (énfasis rol social compañía)	<i>corporate governance is concerned with holding the balance between economic and social goals and between individual and communal goals</i>	Sir Adrian Cadbury, Global Corporate Forum of the World Bank (2000)
<i>Relationship Perspective</i> (énfasis relación directorio, accionistas y stakeholders)	<i>the corporate governance structure specifies the distribution of rights and responsibilities among the different participants in the organization such as the board, shareholders and other stakeholders</i> <i>corporate governance regulates relations between the management board, the supervisory board and the shareholders</i>	OECD (2004) Codigo de Gobierno Corporativo Holandés
<i>Stakeholder Perspective</i> (énfasis stakeholders)	<i>corporate governance is the process by which corporations are made responsive to the rights and wishes of stakeholders</i>	Demb and Neubauer (1992)
<i>Operational Perspective</i> (énfasis dirección y control)	<i>corporate governance is the system by which companies are governed and controlled</i> <i>corporate governance describes the framework of rules, relationships, systems and processes within and by which authority is exercised and controlled within corporations. It encompasses the mechanisms by which companies, and those in control, are held to account</i>	Sir Adrian Cadbury's Report on The Financial Aspects of Corporate Governance (1992) Codigo de Gobiernos Corporativos Australiano (Corporate Governance Principles and Recommendations)
<i>Financial Economic Perspective</i> (énfasis retorno económico)	<i>corporate governance deals with the way suppliers of finance assure themselves of getting a return on their investment</i>	Shleifer and Vishny (2007)

Anexo 1.2

Análisis Comparado Modelos Gobiernos Corporativos Jurisdicciones Extranjeras

	ANGLO-SAJON		EUROPA CONTINENTAL		LATINOAMERICA		
	Australia	Reino Unido	Holanda	Alemania	Brasil	México	Perú
Estructura Propiedad y Control	Dispersa (relativa)	Dispersa (alta dispersión en inversionistas institucionales)	Dispersa (relativa) (importante presencia de accionistas extranjeros)	Concentrada (alta concentración en bancos)	Concentrada (alta concentración en grupos económicos y empresas familiares)	Concentrada (alta concentración en grupos económicos)	Concentrada (alta concentración en grupos económicos)
Conflictos de Agencia	Entre accionistas y directorio	Entre directorio y accionistas/ entre directorio y stakeholders	Entre directorio y accionistas/ entre directorio y stakeholders	Entre controladores y minoritarios/ entre directorio y stakeholders	Entre controladores y minoritarios	Entre controladores y minoritarios	Entre controladores y minoritarios
Sistema Legal	Common Law	Common Law	Civil Law	Civil Law	Civil Law	Civil Law	Civil Law
Autorregulación Principios Gobiernos Corporativos	Corporate Governance Principles and Recommendations (ASX Corporate Governance Council)	UK Corporate Governance Code (UK Financial Reporting Council)	Dutch Corporate Governance Code (Corporate Governance Code Monitoring Committee)	Cromme Code (Deutscher Corporate Governance Kodex) (Government Commission on Corporate Governance)	(i) Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo o Código IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa); y (ii) Cartilha de Recomendações sobre Governança Corporativa (Comissão de Valores Mobiliários, or CVM)	Código de Mejores Prácticas Corporativas (Consejo de Coordinación Empresarial)	Código de buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas (Superintendencia del Mercado de Valores)
Cumplimiento	Cumplimiento voluntario: <i>comply or explain principle</i>	Cumplimiento voluntario: <i>comply or explain principle</i>	Cumplimiento voluntario: <i>comply or explain principle</i>	Cumplimiento voluntario: <i>comply or explain principle</i>	Cumplimiento voluntario: <i>comply or explain principle</i>	Cumplimiento voluntario: <i>comply or explain principle</i>	Cumplimiento voluntario: <i>comply or explain principle</i>
Directorio	Unitario	Unitario	Dual ¹¹	Dual ¹²	Dual ¹³	Unitario	Unitario

¹¹ Directorio Ejecutivo (Management Board) y Directorio Supervisor (Supervisory Board). Opcional sistema unitario

¹² Directorio Ejecutivo (Management Board) y Directorio Supervisor (Supervisory Board).

¹³ Conselho de Administração (elegido por la junta) y Diretoria (directorio ejecutivo o management board). Opcion de establecer por parte de la junta un Conselho Fiscal (Consejo Fiscal) como un organo de auditoria externa o Supervisory Board

	ANGLO-SAJON		EUROPA CONTINENTAL		LATINOAMERICA		
	Australia	Reino Unido	Holanda	Alemania	Brasil	México	Perú
Maximización valor económico accionistas (Shareholder Value Oriented System)	aplicable por ley interpretación restrictiva ¹⁴	aplicación modelo intermedio (<i>Enlightened Shareholder Value System</i>) ¹⁵	no aplica	no aplica	no aplica	aplicable por ley y autorregulación ¹⁶	aplicable por ley ¹⁷
Creación de valor compartido (Stakeholder Oriented System)	aplicable por autorregulación y jurisprudencia	aplicable por ley en forma secundaria mediante creación valor largo plazo	aplicable por ley, jurisprudencia y autorregulación ¹⁸	aplicable por ley, jurisprudencia y autorregulación ¹⁹	aplicable por ley y autorregulación ²⁰	no aplica	aplicación relativa

¹⁴ De acuerdo a legislación corporativa (*Australian Corporations Act 2001*) es deber del directorio actuar según los intereses de la compañía, esto es “act in the best interests of the company” lo que parte de la doctrina australiana ha interpretado como el deber de velar por los intereses de los accionistas, siendo esto a su vez la maximización del valor económico del patrimonio de los accionistas. Sin embargo el Código de Gobierno Corporativo de Australia contiene un enfoque claramente inspirado en principios de la teoría del stakeholder value. Actualmente no existe un claro consenso sobre el modelo aplicable.

¹⁵ De acuerdo a la legislación corporativa (*UK Company Act 2006*) el directorio tiene el deber fiduciario de crear valor (maximizar valor económico accionistas) mediante la toma de decisiones encaminadas a crear valor a largo plazo, entendiéndose dentro de este proceso que se deben tomar en cuenta los intereses de los stakeholders.

¹⁶ En México existe una interpretación restrictiva del modelo, esto se traduce en el deber de actuar de buena fe y en el mejor interés de la sociedad y no de una persona en particular. Más aún el Código Mexicano de Mejores Prácticas Corporativas, en su Anexo V, establece claramente que “el deber fiduciario del consejo de administración y alta dirección es de buscar maximizar la riqueza de todos los accionistas por igual”.

¹⁷ El Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas deja constancia que no abarca aspectos como la Responsabilidad Social Corporativa para la gestión de las relaciones con los grupos de interés, sin que ello implique que no se reconozca su importancia para la sostenibilidad de las sociedades y del mercado en general. En todo caso el Principio 17 del Código: *Deberes y derechos de los miembros del Directorio* indica que los directores deben llevar a cabo sus labores con buena fe, diligencia, elevados estándares de ética, cuidado y reserva debidos, actuando siempre con lealtad y en interés de la sociedad.

¹⁸ El Libro 2 del Código Civil Holandés establece que el deber del Directorio Supervisor (Supervisory Board) es actuar según los intereses de la compañía, esto es “act in the interests of the company” lo que según la doctrina incluiría los intereses de los stakeholders. En general la jurisprudencia y doctrina holandesa apoyan la teoría del stakeholder value como se ha demostrado en casos emblemáticos como el del banco ABN AMRO donde se confirmó que los intereses de los accionistas no son prioritarios a los de los stakeholders. El *Dutch Corporate Governance Code* contiene claros principios y recomendaciones inspirados en la teoría del *Stakeholder Value*. Así por ejemplo en su definición inicial de Gobierno Corporativo y en los Principios II.1 y III.1

¹⁹ Alemania se caracteriza especialmente por su Sistema de Co-determinación (*Co-Determination Act*). En empresas con más de 500 o 2000 trabajadores según el caso, estos pueden ser representados en el Supervisory Board. Los directores elegidos por los accionistas y los trabajadores están igualmente obligados a representar los intereses de la empresa y no de quienes los eligieron. Por otro lado en el *Cromme Code* se establece la obligación del Management Board y del Supervisory Board de garantizar la creación de valor sustentable en conformidad con los principios de una economía social de mercado.

²⁰ Brasil establece en su *Lei das Sociedades Anónimas de 1976* que el deber del directorio es actuar según el interés de la empresa y del orden público. Principalmente se entiende que la compañía tiene un rol social.

ANEXO 3

CÓDIGO DE ÉTICA, CONFLICTOS DE INTERÉS Y CANALES DE DENUNCIA

Ricardo Jungmann Davies²¹

Con fecha 02 de marzo de 2015 la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) informó que ponía en consulta, para recibir comentarios del mercado y público general, el informe denominado **“Fortalecimiento de Estándares de Gobierno Corporativo de las Sociedades Anónimas Abiertas”**, en el cual se presentan un conjunto de propuestas destinados a perfeccionar la Norma de Carácter General (NCG) N°341.²²

En el mencionado documento de la SVS no sólo se proponen un conjunto de ajustes a normas relativas al funcionamiento del directorio, sino además, se abordan y profundizan una serie de aspectos cuyo trasfondo es de carácter ético.

Al respecto, llama la atención que dichos temas estén tratados en forma disgregada y sin un “hilo conductor común”, reduciéndolos simplemente a conductas o situaciones que deben ser prevenidas o evitadas por los directorios en distintos acápite.

Códigos de ética

Existe bastante consenso en el ámbito internacional, ya sea que se trate de empresas públicas o privadas, que tanto los principios y valores que representan a una compañía, así como los deberes éticos que asume la misma, así como sus trabajadores, ejecutivos y directivos, deben estar contenidos en lo que se denominan códigos o manuales de ética o conducta. Estos códigos constituyen la norma de carácter fundamental para toda empresa, por lo que no es de extrañar que en la mayoría de las website de las principales empresas encontremos links destacados que nos conducen a estas normas internas.

Estimo que en la propuesta de la SVS –al introducir modificaciones al cuerpo de la NCG 341- la lógica debiera ser la misma, en el sentido de agrupar bajo el “Código de Conducta Ética” (implementado por el directorio) temas tales como conflictos de interés, medidas para evitar fraudes o corrupción, y los llamados “helpline” o “hotline” destinados a denunciar las malas prácticas o conductas poco éticas.

Al supeditar estos temas al código de ética se da la señal correcta de que estos tópicos tienen un sentido a la luz de los valores y principios que todo código de ética debiera contener, y se entiende porqué luego la empresa dicta sus correspondientes políticas internas para abordar estas

²¹ El autor es Profesor de la Pontificia Universidad Católica de Chile, de la Facultad de Derecho. Además es Director Ejecutivo del Centro de Gobierno Corporativo UC. Sin embargo, la opinión presentada en este trabajo sólo representa a su autor.

²² También se proponen algunos ajustes a la NCG N°30

situaciones²³. La experiencia práctica demuestra que en la medida que estos temas están ordenados bajo el código de conducta de la empresa son más viables de comprender por parte de trabajadores, ejecutivos y directivos y, por lo mismo, se hace más fácil su exigencia posterior.

Conflictos de interés

A la luz de lo dispuesto en los diversos códigos de ética cada día es más frecuente y necesario que las empresas dicten sus propias normas internas para tratar los conflictos de interés, ya sea a través de políticas generales de conflictos de interés para toda la empresa, o bien, a través de políticas específicas que distinguen entre las que se aplican al directorio y a otros niveles de la empresa.

En este punto, parece adecuada la propuesta de la SVS, en el sentido de incentivar la generación de procedimientos internos que permitan explicar qué se entiende por conflictos de interés, cómo identificar dichas situaciones y cómo deben ser resueltas.

Sin perjuicio de lo anterior, de los seis puntos que se propone informar²⁴, estimamos que la amplitud del punto iv. -en que se indica que se debe designar a un responsable de monitorear el cumplimiento del código-, puede originar que, en la práctica, en muchos casos sea ineficaz. La experiencia tanto de empresas nacionales, como internacionales, demuestra que si este control queda entregado a una persona que tiene dependencia jerárquica respecto de quienes puedan verse enfrentados a un conflicto de interés, difícilmente podrá fiscalizar o perseguir su cumplimiento. Así, por ejemplo, si es un Gerente de Auditoría, o bien, un Gerente Legal o de Cumplimiento el que tiene la responsabilidad de monitorear los conflictos de interés de la compañía, no tendrá mayor dificultad en hacerlo respecto a profesionales o trabajadores que tengan un rango jerárquico inferior al suyo, sin embargo, si el conflicto es respecto a otros gerentes de igual jerarquía, o bien, respecto al Gerente General o peor aún, respecto al directorio, dicha facultad será inoperante.

Por lo mismo, la norma debiera aclarar que, a lo menos en el caso del directorio, dicho control debiera ejercerlo el Presidente del Comité de Directores o del Comité de Auditoría, o bien, el Presidente del Directorio. Asimismo, excepcionalmente, también se han conocido casos en que las personas que tienen dichos conflictos son precisamente quienes tienen a su cargo el monitoreo de dichos asuntos. ¿Cómo se resuelve en dichos casos? La experiencia comparada da diferentes soluciones.

²³ Por ejemplo, políticas de gobierno corporativo, políticas anticorrupción, políticas de respeto por las normas de libre competencia. Etc.

²⁴ Texto Propuesto: “a) El directorio se rige por un Código de Conducta que como mínimo: i. explicita de manera conceptual y con ejemplos las situaciones que configuran un conflicto de interés. ii. describe el procedimiento que debe seguir un director para declarar y resolver un conflicto de interés. iii. contempla la revisión y actualización, al menos anual, de las materias abordadas en el código. iv. designa un responsable de monitorear permanentemente el cumplimiento del código. v. establece un procedimiento interno para la capacitación a los directores de las materias contenidas en el código y sus actualizaciones. vi. Es difundido a través del sitio en Internet de la sociedad.”

Canales de denuncia

Respecto a la redacción original de la NCG 341, hay que destacar el objetivo de la SVS abordar y tratar de resolver aquellos aspectos más complejos y sensibles en la administración de los canales de denuncia. Sin perjuicio de lo anterior, la nueva redacción propuesta²⁵ es incompleta en algunos casos, o bien, de difícil aplicación práctica en otros.

Así, en el punto i. se señala *“El directorio ha aprobado una política y establecido procedimientos formales para: i. la denuncia de eventuales irregularidades o ilícitos por parte de su personal, cualquiera sea el vínculo contractual.”*

Las estadísticas internacionales demuestran que, efectivamente, la mayor parte de los casos de corrupción que se detectan al interior de una empresa no tienen su origen en la labor de los auditores internos o externos, ni en la pesquisa de organismos públicos, sino más bien, en el adecuado funcionamiento de los canales de denuncia. Por lo tanto, desde este punto de vista, parece adecuada la redacción y la inclusión de todo el personal.

Sin embargo, la norma en comento no menciona y deja afuera una importante fuente de denuncias para las empresas, y es la que puede provenir de proveedores, o de empresas externas. Estas no forman parte de su personal, pero muchas veces poseen información valiosa que pueden conducir a detectar importantes casos de vulneración de normas o de malas prácticas. Un ejemplo que se ha visto en algunos casos internacionales ocurre en los procesos de licitación, donde algunas empresas que no se han adjudicado un contrato y que han sido testigos de prácticas de corrupción, concurren luego a entregar información a través de los canales de denuncia de la empresa.

Por lo mismo, estimo que los canales de denuncia no sólo deben estar abiertos a todo el personal, sino también a terceros.

En relación al anonimato que se señala en el punto II, comparto la importancia de este punto para el correcto funcionamiento de los canales de denuncia. Sin embargo, la expresión “garantizar” el anonimato, en la práctica no siempre es posible asegurarla, ya sea porque el propio denunciante comparte la denuncia con otros, o bien, porque la naturaleza de la denuncia conlleva a que su posterior investigación haga imposible mantener el anonimato (por ejemplo, cuando lo que se ha denunciado es una situación de acoso). En dichas situaciones, más que garantizar el anonimato, lo que importa es dar verdadera protección laboral y apoyo especializado.

²⁵ Texto Propuesto:

“c) El directorio ha aprobado una política y establecido procedimientos formales para: i. la denuncia de eventuales irregularidades o ilícitos por parte de su personal, cualquiera sea el vínculo contractual. ii. que los canales de denuncia garanticen el anonimato del denunciante. iii. dar protección laboral a quienes hayan denunciado una irregularidad o ilícito y este se haya constatado. iv. que tanto la política y procedimientos de denuncias como los canales para realizarlas, formas en que se mantendrá informado al denunciante y protecciones al mismo, sean conocidas por todo el personal, independiente de su vínculo contractual.”

Por lo mismo, considero que la expresión “garantizar”, debiera ser más bien ajustada a “procurar”.

En lo que se refiere al punto III, que destaca la importancia de la protección o resguardo de quiénes hayan presentado una denuncia, este es un aspecto fundamental, por lo que quien tiene a su cargo la investigación, o bien, quien adopta las decisiones frente a estos casos debe estar dotado, necesariamente, de las facultades para proteger al denunciante.

No obstante lo anterior, la SVS debe tener claridad que estas medidas no siempre serán lo suficientemente eficaces –aún cuando se adopten todos los resguardos- como para evitar o asegurar que jamás se presenten situaciones que expongan o incomoden al denunciante, por lo que se debe ser prudente en la forma en que se evalúe el cumplimiento de este aspecto por parte de las empresas. Al respecto, hay encuestas internacionales cuyas conclusiones son alarmantes, y que muestran que más de un 20% de las personas que se atrevieron a denunciar, luego manifestaron ser objeto de alguna represalia²⁶.

Finalmente, cabe agregar respecto a los canales de denuncia, que la SVS no contempló una serie de elementos que contribuyen a la eficacia y legitimidad de estos procedimientos, tales como que quien investiga y resuelve las denuncias debe ser una persona o conjunto de personas (por ejemplo, un Comité de Ética) dotadas de la suficiente independencia respecto a la administración, cuyas funciones sean conocidas por los trabajadores y ejecutivos de la empresa, y que además cuente con un catálogo de atribuciones que le permitan proponer o aplicar sanciones, previamente contempladas en el código de ética o en el Reglamento Interno de la compañía²⁷. En este último caso, no sólo es importante contemplar la aplicación de medidas y/o sanciones para los denunciados, sino también, para quienes realicen un mal uso de los canales de denuncia.

²⁶ En la “National Business Ethics Survey – 2011” se concluyó que en Estados Unidos un 65% de las personas que habían presenciado malas prácticas las habían denunciado. Y de este 65% que se atrevió a denunciarlas, un 22% de ellas reportó haber sufrido represalias posteriores.

²⁷ Para que los canales de denuncias funcionen adecuadamente, no basta con contemplarlos en manuales o códigos, sino que lo más importante es que estos estén debidamente legitimados y demuestren su eficacia. Al respecto, en la encuesta realizada el 2013 a empresas en Chile, denominado “Barómetro de Valores y Ética Empresarial”, sólo un 19% de los encuestados manifestaron haber presenciado conductas poco éticas en su empresa. Sin embargo, llama la atención que un 39% de ellos no las reportó fundamentalmente por dudar de la efectividad del canal de denuncia, desconfiar de la confidencialidad, o bien, por temor a represalias.

ANEXO 4

PARTICIPACIÓN DE ASESORES EXTERNOS EN PROCESO DE AUTOEVALUACIÓN DE DIRECTORIOS

Luis Hernán Paúl Fresno²⁸

Recientemente la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) dio a conocer una propuesta normativa para modificar las Normas de Carácter General 341 y 30, con la cual busca fortalecer los estándares de gobierno corporativo de las Sociedades Anónimas abiertas registradas en Chile.

Dicha propuesta, en mi opinión, contiene algunas prácticas que me parecen adecuadas pero también varias prácticas que considero desmedidas y/o inadecuadas teniendo presente la realidad de las empresas abiertas en Chile y la amplitud de prácticas sugeridas por el regulador.

En este documento, mi interés no es precisar en detalle las prácticas que estimo buenas y malas sino que referirme a un aspecto de la propuesta que considero especialmente negativo y preocupante. Me refiero a la idea de que ciertas prácticas sean evaluadas, certificadas, analizadas y/o revisadas por terceros ajenos a las sociedades autoevaluadas.

Las prácticas para las cuales se exige el involucramiento de terceros y las razones por las cuales ello me parece innecesario son las que se indican a continuación.

- a) Procedimiento para Detectar e Implementar Eventuales Mejoras en el Funcionamiento del Directorio

Si bien es común la inclusión de la evaluación del directorio en los códigos de buenas prácticas de gobiernos corporativos de compañías abiertas que existen en diversos países, lo cierto es que la precisión de que dicho proceso sea realizado por un tercero es poco habitual. La mayoría de los códigos no hacen esta precisión, lo que significa que los directorios en la mayoría de los países pueden optar por hacer su evaluación con o sin el apoyo de terceros y considerarse que cumplen con esta práctica. Estimo que en Chile debiéramos seguir este mismo camino.

Asimismo, la precisión de que la evaluación del directorio considere no sólo la evaluación del directorio como grupo sino que la evaluación individual de los directores, también es una práctica que no está presente en la mayoría de los códigos equivalentes en el extranjero.

²⁸El autor es Profesor de la Pontificia Universidad Católica de Chile, de la Facultad de Derecho y de Ciencias Económicas y Administrativas, respectivamente. Además es director del Centro de Gobierno Corporativo UC. Sin embargo, la opinión presentada en este trabajo sólo representa a su autor.

- b) Política de Tiempo Mínimo Mensual que Directores deben Destinar al Cumplimiento de su Rol

El correcto funcionamiento de los directorios tiene poco relación con la cantidad de tiempo que dedican los directores para el cumplimiento de su rol. Los estudios existentes indican que mucho más importante para este efecto es la estructura del directorio, selección de directores, calidad de la información y análisis que reciben los directores y los procesos, dinámica y clima que impera en los directorios. Por ello no es de extrañar que esta tampoco sea una práctica que incluyan en general los códigos en el extranjero. Ahora, lo que aún es más inédito es que se pida a un tercero ajeno a la sociedad que efectúe la estimación del número de reuniones, actividades y tiempo promedio de dedicación presencial y remota de los directores.

- c) Procedimiento Formal para Analizar la Suficiencia, Oportunidad y Pertinencia de las Revelaciones que la Entidad realiza al Mercado

Nuevamente estamos frente a una práctica que no es usual en los códigos en el extranjero y menos aún la precisión de que un tercero ajeno a la sociedad efectúe, al menos una vez al año, una análisis de la efectividad de la política o procedimiento establecido por la sociedad para la revelación de información al mercado.

Por otra parte, me pregunto cómo se puede medir la suficiencia, oportunidad y pertinencia de las revelaciones que la entidad realiza al mercado y quienes podrían realizar dicha labor. Además, si no existe algún tipo de estandarización sobre el particular no van a ser comparables las evaluaciones que hagan distintos terceros.

- d) Directrices y Procedimientos Formales para Prevenir que Políticas de Compensación e Indemnización de Gerentes y Ejecutivos Principales Generen Incentivos que expongan a Sociedad a Riesgos no Acorde a Política de Riesgos o la Comisión de Eventuales Ilícitos

En Chile no se da el problema, que existe especialmente en Estados Unidos, del posible establecimiento de compensaciones e indemnizaciones desmesuradas para los Gerentes y Ejecutivos Principales, ya que en la gran mayoría de las empresas hay accionistas controladores que actúan como contraparte de los Gerentes cuando se establecen las compensaciones de éstos últimos.

Por lo tanto no se le ve mayor sentido pedir la opinión a un tercero respecto de las si las directrices y procedimientos de gerentes y ejecutivos principales limitan que las políticas de compensaciones e indemnizaciones expongan a la sociedad a riesgos no acorde a la política de riesgos o la comisión de eventuales ilícitos.

Además, al igual como en el caso anterior, si no existe algún tipo de estandarización sobre el particular no van a ser comparables las evaluaciones que hagan distintos terceros.

- e) Mejorar Calidad y Confiabilidad de Información contenida en Autoevaluación

Esta nueva práctica sugerida por el regulador es particularmente cuestionable por diversos motivos.

En primer término, siendo que son los directorios los responsables del contenido y la confiabilidad de las autoevaluaciones, no se entiende porque se quiere traspasar parte de dicha responsabilidad (la confiabilidad) a un tercero. Pareciera que la SVS tiene interés por mejorar la información que contienen las autoevaluaciones, pero desconfía que los directorios puedan hacer dicha labor y le entrega en cambio esta responsabilidad a terceros, exigiendo a estos el cumplimiento de diversos requisitos que supone el regulador son necesarios para cumplir este cometido (experiencia en evaluación de procesos y efectividad de controles o asesoría en diseño o implementación de procesos, gestión de riesgos o mejoramiento continuo, fiscalización por parte de un organismo regulador del tipo de la SVS, pertenencia a nómina establecida por bolsas nacionales de entidades que cumplen condiciones para certificar autoevaluaciones de directorios).

En segundo término, esta es una práctica que no está presente en ninguno (o casi ninguno si estoy equivocado) de los códigos de buenas prácticas de gobiernos corporativos de otros países.

En definitiva es preocupante la visión de la SVS respecto no sólo a cuales considera son buenas prácticas de gobiernos corporativos para el caso de las sociedades anónimas abiertas en Chile, sino que también la propuesta de que ciertas prácticas sean evaluadas, certificadas, analizadas y/o revisadas por terceros ajenos a las sociedades autoevaluadas. Tal como se hiciera ver anteriormente, a nivel internacional no existen mayores precedentes del involucramiento de terceros en las prácticas para las cuales sugiere la SVS su participación, con la excepción de las evaluaciones para mejorar el funcionamiento de los directorios, el cual es un servicio que ofrecen diversas empresas auditoras, head hunters y consultoras.

El involucramiento de terceros en estas prácticas es una decisión que estimo no debe ser incentivada por el regulador sino que es una decisión que deben adoptar voluntariamente las empresas. Estas prácticas no están en la misma categoría de actividades como la auditoria externa o la clasificación de riesgos en las cuales es indispensable contar con la visión de terceros independientes para hacer frente a los conflictos de interés que éstas presentan.

Por otra parte, es conveniente tener presente que ya ha pasado más de una década de la ocurrencia de grandes fraudes como fueron los casos de Enron y Worldcom y, que no obstante los significativos esfuerzos realizados a nivel de regulación para profundizar las labores de compliance (cumplimiento de normas) en las empresas en diversos países, permanecen apareciendo a diario nuevos casos de fraudes y comportamientos indebidos en el plano ético. Ahora con ello no quiero que se piense que dichos esfuerzos son innecesarios. Por el contrario creo que es importante para las empresas desarrollar buenos sistemas de control interno, así como procedimientos y mecanismos para detectar y detener los fraudes y comportamientos indebidos, pero también es conveniente dejar espacio a las empresas para que desarrollen prácticas propias de acuerdo a sus diferentes realidades para minimizar su ocurrencia.