

## EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES ABIERTAS

*Manuel Antonio Bernet Páez\**

### RESUMEN

*A partir de la promulgación de la Ley N° 19.705, se da a conocer en nuestro país un nuevo concepto dentro del Derecho de Sociedades, los llamados gobiernos corporativos. Así, este texto tiene por objeto analizar el origen de este movimiento reformador; conocer sus orientaciones jurídicas fundamentales y destacar los mecanismos jurídicos que se propugnan para modernizar la estructura de distribución de poderes de la moderna sociedad anónima.*

GOBIERNO CORPORATIVO - SOCIEDAD ANÓNIMA -  
DERECHO COMERCIAL

### *The governance of open corporations*

### ABSTRACT

*Since the enactment of Act 19.705, a new concept was brought into our country within Corporative Law, the so-called corporate governance. Thus, the purpose of this document is to analyse this reformatory movement, to know its fundamental judicial trends and to enhance the legal mechanisms they propose in order to modernise the structure of power distribution of the modern corporation.*

CORPORATIVE GOVERNMENT - CORPORATION - COMMERCIAL LAW

---

\* Máster en Derecho Privado, Profesor de Derecho en la Universidad Católica del Norte, Sucre 215, Antofagasta, mbernet@aduana.cl. Artículo recibido el 20 de abril de 2004 y aceptado por el Comité Editorial el 10 de junio de 2004.

## I. CONSIDERACIONES PREVIAS

Durante las últimas décadas se ha levantado en los ámbitos económicos y jurídicos un complejo debate acerca de la forma como deben organizarse las sociedades cotizadas; a tal discusión se le ha dado el nombre de *corporate governance*<sup>1</sup>, debido a su origen estadounidense. Es nuestro interés en estas líneas dar a conocer el escenario en el cual nace esta cuestión, mencionar las escuelas jurídicas que han propulsado este proceso modernizador del derecho de sociedades y la recepción del mismo en nuestro país.

Una primera aproximación a nuestra labor es destacar el campo al cual se circunscribe esta corriente reformista, a saber, la sociedad abierta o cotizada, entendiendo por tal aquella que acude al mercado de valores para captar recursos financieros, determinando por ello que en su estructura interna esté presente una pluralidad de actores con diversos intereses. La segunda nota de este movimiento renovador es su carácter global; así, a pesar de tener sus raíces en el derecho angloamericano, ha presentado una velocidad expansiva enorme en los diversos sistemas jurídicos, no quedando lugar en el orbe indemne de esta problemática. A partir de esta demoledora influencia, se avizora en los próximos años una completa uniformidad planetaria en la regulación de la especie societaria antes mencionada, de ahí la importancia de conocer los fundamentos teóricos que respaldan este nuevo modelo normativo, impidiendo de esta manera recoger postulados comparados, sin un previo contraste y discusión acerca de su bondad.<sup>2</sup>

## II. FUNDAMENTOS TEORICOS DEL CORPORATE GOVERNANCE

### 1. *Insuficiencia del modelo positivo actual para gobernar las sociedades abiertas*<sup>3</sup>

Las distintas reglamentaciones contemporáneas de las compañías abiertas han tenido como axioma en común fijar como eje organizacional de la sociedad una estructura *democrática* formada por tres órganos, a saber: un *órgano de*

---

<sup>1</sup> En castellano se ha traducido este vocablo inglés con las siguientes expresiones: gobiernos corporativos, gobernanza societaria y gobierno societario, empero, por ser este movimiento reformista ampliamente conocido con la noción inglesa, será ésta la utilizada en este texto.

<sup>2</sup> Sobre la convergencia de los sistemas de gobiernos corporativos, véase el siguiente artículo: Kraakmann, R., *The end of history for corporate law*, 2000. ([www.law.harvard.edu/programs/olin-center.html](http://www.law.harvard.edu/programs/olin-center.html))

<sup>3</sup> La descripción del fenómeno que se menciona en este párrafo corresponde a la realidad que acontece mayoritariamente en las grandes sociedades estadounidenses, empero, tal contexto se repite con algunas variantes en todos los sistemas jurídicos del orbe.

*gestión* conformado por el Directorio o Consejo de Administración, un *órgano deliberante*, que teóricamente expresa la voluntad soberana de todos los miembros representado por la Junta de Accionistas y por último un *órgano de control* que se encarga de supervisar la administración de la sociedad integrado por los Auditores Externos.<sup>4</sup> Además de estos órganos básicos de gobierno se añaden los ejecutivos principales o directivos, que dan cumplimiento a los acuerdos adoptados en el seno del Directorio.

Esta conformación clásica de la estructura política de la sociedad anónima, en que aparece como órgano rector la junta de accionistas, ha dado paso en la segunda mitad del siglo XX a un *sistema oligárquico*, en donde son los directivos principales quienes ejercen el poder absoluto en las decisiones de los negocios sociales, teniendo cada vez menor importancia en este extremo los órganos societarios.

La doctrina extranjera para explicar las causas por las cuales se edifica en la actualidad este sistema oligárquico de gobierno en las sociedades abiertas se ha acometido a observar cómo funcionan empíricamente los órganos sociales que deberían ser los entes vigilantes de los ejecutivos, pudiendo destacar las siguientes notas de cada uno de ellos:<sup>5</sup>

- a) *Junta de Accionistas*: Uno de los principales motivos de este desequilibrio de poder en la compañía abierta es la actual estructura del capital accionario, a saber, notablemente atomizado y cuyas participaciones son adquiridas por accionistas que sólo invierten por fines especulativos, carentes de toda intención de intervenir en la administración social. Esta especial configuración del capital se traduce en el fenómeno denominado absentismo social, entendiéndolo por él la inasistencia de un elevado número de accionistas a las juntas de las sociedades anónimas y, por consiguiente, la renuncia a ejercer en ella el derecho de voto y el control sobre la gestión social. Se han dado por los autores numerosas razones para explicar tal actitud de los accionistas, siendo la más cercana a la realidad a nuestro juicio entender que esta aparente conducta irresponsable responde a una precisa racionalidad económica, debido a que por el bajo nivel de inversión que tienen estos titulares les sería absolutamente ineficiente controlar la

---

<sup>4</sup> Esta clasificación fue obtenida de la obra de Sandoval, R., *Derecho comercial*, Tomo I, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 1994, p. 466.

<sup>5</sup> En esta importante labor de esta corriente sociológica del derecho de sociedades es menester destacar el trabajo del Profesor Melvin Aron Eisenberg, que se condensa en la siguiente obra: Eisenberg, M., *The structure of the corporation*, Little, Brown and Co., Boston, 1976. En castellano, véase: Páz-Ares, C., "Reflexiones sobre la distribución de poderes en la moderna sociedad anónima", en *Revista de Derecho Mercantil*, N° 146, 1977, pp. 563-599.

gestión de estas empresas, de ello deriva que en caso de estar descontentos con la dirección económica de una de las compañías en que han adquirido acciones, dichos inversores simplemente liquidan su participación en ellas, conducta conocida en el mercado como *Wall Street Rule*. En este sentido, aunque desearán tales accionistas dispersos ejercer un efectivo rol disciplinador con relación a los directivos, tal actividad les sería probablemente imposible al ser de extraordinaria dificultad poder ejercer una actividad coordinada de control. En definitiva, frente a los dispersión de propiedad y problemas de acción colectiva, la junta de accionistas lamentablemente se convierte en un ente carente de eficacia para vigilar a los ejecutivos principales de las empresas.

- b) *El Directorio*: Otro de los aspectos a tener en cuenta para entender la disfunción del modelo legal clásico de gobierno de las sociedades es la incapacidad del Consejo de Administración para ejecutar cabalmente las funciones que se le encomiendan por ley. Así, conforme a distintos estudios se ha observado que los miembros que integran este órgano escasamente se reúnen un par de horas al mes para discutir aspectos de gran complejidad de la gestión de las empresas, y en la mayoría de las ocasiones, careciendo de una acabada información sobre los temas a tratar, al no preparar previamente las sesiones, quedando como alternativa realizar una supervisión en general de las medidas propuestas por los ejecutivos, quienes *de facto* desarrollan la gestión de la compañía. A esta insuficiencia temporal, se suma que en la elección de los directores ejerce un rol protagónico el *Chief Executive Officer*, o Gerente General, que logra que sean elegidas personas cercanas a él, denominadas *insider directors*, los cuales escasamente se oponen a las políticas de este ejecutivo principal. Así, de este modelo legal que impone como principal tarea al directorio administrar la sociedad, se evoluciona a un modelo fáctico de supervisión a la plana ejecutiva, que en los hechos es deficientemente realizada al existir visibles vínculos entre ambos cuerpos.
- c) *Audidores Externos*: Respecto a estas entidades, aparece como un hecho público su sonado fracaso en su actividad como independientes revisores de las cuentas de las compañías bursátiles. Para explicar esta cuestión, se han alegado numerosos motivos por los autores; sin embargo, se destaca como factor preponderante en este extremo la perturbadora influencia que ejercen los *managers* sobre los auditores al momento de su designación, debido a que normalmente se preferirá a aquellos que demuestran una mayor indulgencia en la revisión de los estados contables. Sobre el particular, es usual que dichas instituciones no solamente prestan los servicios de revisión de cuentas a las empresas que auditan, sino que además efectúan servicios de asesoría fiscal, legal y de consultoría, por ello, cabe pensarse que frente a

un informe crítico respecto a la labor de los ejecutivos, que pudiese implicar que la firma de auditoría sea revocada como tal, sea preferible para tales empresas flexibilizar su examen contable para mantener los ingresos por las demás actividades.<sup>6</sup>

En conclusión, aparece de manifiesto que se está frente a un notorio desequilibrio de poder en la gran sociedad anónima, en el cual los directivos carecen de los controles adecuados por los órganos sociales, ya que éstos se manifiestan inoperantes para actuar según las concepciones clásicas del derecho de sociedades. Así, esta disociación entre la propiedad de la empresas y su control provoca un cúmulo de complejas consecuencias jurídicas, a saber:

- a) Los directivos de las sociedades poseen el poder de adoptar decisiones empresariales cuyos riesgos no soportarán, sino los accionistas, debiendo estructurarse un nuevo mecanismo societario para asegurar un comportamiento diligente de estos agentes.
- b) Debido a que ambas partes tienen como interés maximizar su utilidad personal, puede acontecer que los ejecutivos adopten decisiones que tengan únicamente por fin obtener una ganancia personal, en desmedro del interés social, de tal forma que es necesario, frente a este eventual conflicto de intereses, alinear de mejor manera la actividad de los directivos a efectos de que éstos tengan en mira el beneficio social.<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Sobre lo expresado, véase el siguiente artículo: Marcos, F., "La auditoría de cuentas en el derecho federal norteamericano", en *Revista de Derecho Mercantil*, N° 223, 1997.

<sup>7</sup> Para los economistas la relación entre accionistas y directivos es muy similar a la existente en la institución de agencia regulada en el *common law*; de esta forma, los accionistas serían los principales y los *managers* los agentes. Así, Michael Jensen y William Meckling describen este instituto de la siguiente forma: "Definimos la relación de agencia como un contrato bajo cuyas cláusulas una o más personas (el principal) contratan a otra persona (el agente) para que realice determinado servicio en su nombre, lo que implica cierto grado de delegación de autoridad en el agente. Si ambos contratantes son maximizadores de utilidad, existen buenas razones para pensar que el agente no actuará siempre en el mejor provecho del principal", en Jensen, M. y Meckling, W., "Teoría de la empresa: la gerencia, costos de agencia y estructura de la propiedad", en Putterman, L. (coord.), *La naturaleza económica de la empresa*, Alianza, Madrid, 1994, p. 265. Sobre la relación de agencia véase: Posner, E., *Agency models in law and economics*, 2000. ([www.law.uchicago.edu/publications/working/index.html](http://www.law.uchicago.edu/publications/working/index.html)).

De esta forma, si las dos partes tienden a maximizar sus beneficios, irremediablemente en ocasiones los directivos actuarán en su propio beneficio. No obstante, todas las medidas que tienen por objeto evitar este posible conflicto de intereses entre los directivos y accionistas tienen un costo, siendo los principales los siguientes: 1. Costo de Supervisión de la labor del Agente realizada por terceros ajenos a la relación, como lo son los auditores de cuentas. 2. Costos de garantía para prevenir las futuras contingencias producto de posibles incumplimientos de las partes. 3. Costos o pérdida residual, que se refiere a toda ineficiencia que se produce debido a que no resulta rentable morigerar tales perjuicios. Por último, sobre la institución de la *agency* en el *common law* véase: Dobson, J., *El abuso de la personalidad jurídica*, De Palma, Buenos Aires, 1985, pp. 180-188.

Surge la interrogante de cómo controlar a estos agentes, no encontrándose todavía respuestas absolutas.<sup>8</sup> Empero, es nuestro deseo dar a conocer los interesantes aportes de la doctrina norteamericana a esta temática, que por su avanzado desarrollo ha influenciado poderosamente a todos los sistemas normativos del planeta.

## 2. Respuestas doctrinales al desequilibrio de poder en las corporaciones

Frente al diagnóstico revisado aparecen destacadas contribuciones teóricas tendientes a entender este escenario, entregando distintas fórmulas para controlar el poder de los gestores, y con ello, dar cuenta qué función debe cumplir el derecho de sociedades ante estos nuevos retos. Tales corrientes jurídicas, nacidas en los Estados Unidos de América, son conocidas como el *contractualismo* y el *institucionalismo*.

### 2.A. La Escuela Contractualista del Derecho de Sociedades

Dicha corriente doctrinal tiene como punto de arranque los postulados formulados por la influyente disciplina del *Análisis Económico del Derecho* (*law & economics*) nacida en el seno de la Facultad de Derecho de la Universidad de Chicago. Así, su origen concreto se encuentra en el texto titulado “La Naturaleza de la Firma”, escrito por el profesor Ronald H. Coase. En esta obra, el profesor Coase nos entrega las razones porque aparecen entes planificadores, como las organizaciones empresariales, que reemplazan al mercado como asignadores de recursos en una economía abierta. Según este autor, el nacimiento de las sociedades se explicaría debido a que los costos para realizar determinadas actividades económicas serían inferiores si el empresario se organiza, debido a que operar en virtud de negociaciones libres en el mercado presenta importantes costes de transacción, que se ahorran al actuar bajo la forma de empresa.<sup>9</sup> Estas

---

<sup>8</sup> Resultan reveladoras las opiniones sobre este punto expresadas por el Catedrático Javier García de Enterría: “La posible divergencia de intereses que pueda resultar del hecho de que quienes toman las decisiones en las grandes empresas no sean frecuentemente los que soportan sus principales consecuencias, y el consiguiente riesgo de que los administradores persigan su propio beneficio por encima del de los accionistas, se presenta en efecto como un problema ignorado por el clásico Derecho de sociedades que, en su concepción de la junta como órgano soberano, confiaba básicamente la tutela de los accionistas en el derecho de voto. (...) El control de este poder de gestión autónomo es, hoy en día, un problema irresuelto, frente al cual el legislador no ha sabido ofrecer más que “insinuaciones”, y que carece todavía de soluciones claras y contundentes”, en García de Enterría, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre opas*, Civitas, Madrid, 1999, p. 56.

<sup>9</sup> Coase, R., “La naturaleza de la empresa”, en Putterman, L. (coord.), *Op. Cit.*, p. 98-99. p. 101. Así, por ejemplo, en vez de que el empresario contrate continuamente en el mercado los servicios de mano de obra, se ahorra los costos de concurrir al mercado y negociar ese factor de la producción a través de la técnica del vínculo laboral, sin perjuicio de recibir un distinto trato impositivo por parte del Estado por esta opción.

ideas centrales fueron desarrolladas posteriormente por los profesores Jensen y Meckling, quienes expresan que lo relevante de las compañías son las relaciones contractuales que se generan entre el empresario y los demás factores que se combinan para producir, siendo la persona jurídica una mera ficción legal que sirve para unificar dichos vínculos. De esta forma, esta entidad llamada sociedad se nos desvela como un simple mecanismo que desempeña el rol de aglutinar los distintos contratos explícitos o implícitos celebrados entre los distintos colectivos presentes en la compañía (accionistas, administradores y acreedores sociales) y de fijar las pautas como se reparten los beneficios residuales de la actividad empresarial entre los interesados. A partir de esta premisa, se entiende que las partes intervinientes en la búsqueda de maximizar su utilidad personal, avanzarán contractualmente hasta dotar de una adecuada estructura normativa al ente social. Empero, la negociación entre los partícipes presenta importantes costos de transacción, los cuales se reducen notoriamente con la primordial actividad del legislador de ofrecer a las partes un modelo estándar de relaciones intrasocietarias que aminora los costos que supondría una negociación individual en cada caso, empero, permitiendo que sean modificadas libremente tales reglas cuando no se adecuen a las particularidades queridas por los interesados<sup>10</sup>. Conforme a este rol netamente supletorio y facilitador de la voluntad de las partes que debe cumplir el derecho de sociedades, no debería aceptarse bajo ningún supuesto que se dicten normas de carácter imperativo tendientes a morigerar los conflictos de intereses entre los inversionistas y los ejecutivos, debiendo entregarse este extremo a la autonomía de las partes. Por tanto, se deben preferir aquellos mecanismos extrasocietarios represivos de los abusos de los *managers*, que poseen una mayor eficacia que los remedios tradicionales dados por el derecho de sociedades, destacándose el mercado de control societario, el mercado del trabajo de los ejecutivos, los incentivos remunerativos al personal de alta dirección, el monitoreo de los acreedores, el riesgo de quiebra y las normas culturales de comportamiento. Especialmente destacable es la labor disciplinadora que efectúa el mercado de control societario, por medio del cual se premiará o castigará el desempeño de los directivos.<sup>11</sup> Para un mejor entendi-

---

<sup>10</sup> Con brillantez explica Cándido Paz-Ares el rol del derecho de sociedades, según el *contractualismo*: “(...) Se comprende sin dificultad que la función primordial que está llamado a jugar el Derecho de sociedades no es una función directiva, sino una función facilitadora: rebajar los costos de agencia y, en definitiva, los costos de transacción que entorpecen o dificultan las soluciones de equilibrio en las interacciones que tienen lugar dentro de la empresa. Y para ello y principalmente ha de anticipar a las preferencias de las partes. El Derecho de sociedades, si realmente quiere ser eficiente (y no se qué otro objetivo puede tener), ha de simular o replicar las reglas que normalmente –es decir, típicamente– serían negociadas por las fuerzas del mercado, dejando naturalmente siempre abierta la posibilidad de que los agentes puedan rediseñarlo para adaptarlo mejor a sus necesidades específicas”, Paz-Ares, C., *La Infracapitalización. Una aproximación contractual*, 1994. ([www.uam.es/centros/derecho/privado/mercanti/Publicaciones.htm](http://www.uam.es/centros/derecho/privado/mercanti/Publicaciones.htm)).

<sup>11</sup> La expresión mercado de control societario o corporativo fue explicada por primera vez por el profesor Henry Manne, quien expresa sobre este punto lo siguiente: “Una de las premisas

miento de lo expresado reseñemos el siguiente ejemplo: Puede ocurrir que una empresa, a consecuencia de un erróneo manejo directivo, no obtenga los retornos económicos esperados. Lo común en este caso es que sus ejecutivos no sean sustituidos por el escaso nivel de fiscalización efectuado por los accionistas y directores, ni tampoco puedan ser sancionados por la agencia reguladora estatal al no violar ninguna norma legal, empero, la actuación deficiente de los gestores se verá reflejada en el precio bursátil de compañía, produciéndose de manera indefectible que aparezcan interesados en adquirir el control de tal sociedad al estimar que pueden administrar de mejor manera tal organización, así, irreversiblemente, se produciría el reemplazo de los directivos ineficientes, al ser desalojados por el nuevo controlador, por tanto, la única manera que tienen los *managers* para mantener sus puestos es ejecutar una eficaz administración, ya que toda negligencia o abuso se traducirá en una baja en el valor bursátil, y, por consiguiente, una oportunidad para una toma de control de la corporación por un tercero.<sup>12</sup> Así, las diversas legislaciones deben estar apuntadas a facilitar la creación de un mercado en que los distintos equipos directivos luchen por el control de las grandes sociedades, destacándose entre sus más importantes funciones las siguientes:

- a) La protección a los accionistas, ya que al verse superados los controles internos dentro de la sociedad es posible reemplazar a la plana ejecutiva ineficaz a través de procesos de tomas de control de la sociedad.
- b) La motivación del uso eficiente de los recursos por parte de los *managers* de la sociedad, ya que, al verse amenazados a perder sus puestos ante un posible cambio en el control de la corporación, se verán forzados a realizar una gestión destinada a satisfacer los intereses sociales con preferencia a los suyos.

---

fundamentales sobre las que se basa el mercado para el control corporativo consiste en la existencia de una alta correlación entre la eficiencia de la gerencia y el precio de mercado de las acciones de la compañía. Cuando una empresa está mal dirigida –en el sentido de no obtener la rentabilidad que podría haberse conseguido con otro estilo directivo–, el precio de las acciones sufre una depreciación relativa respecto al de las acciones de otras compañías del mismo sector empresarial, o en relación al conjunto del mercado”. Manne, H., “El mercado de control corporativo”, en Putterman, L. (coord.), *Op. Cit.*, p. 242.

<sup>12</sup> En cuanto a los modos de adquirir una sociedad cotizada, es de importancia destacar la figura de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones, en adelante OPA, debido a que por medio de esta figura se dirige una oferta de compra de valores directamente a los accionistas, produciéndose un inevitable plebiscito de la labor de los directivos, debido a que si tal operación es exitosa para el oferente, tendrá lugar el reemplazo de la actual plana ejecutiva, y a la inversa, un fracaso de la OPA mantendrá a los gestores en sus puestos. Sobre la función disciplinaria de las OPAS, véase: Sudarsanan, P., *La esencia de las fusiones y adquisiciones*, Prentice Hall, Londres, 1996, p. 222; McConell, J., “Corporate performance, corporate takeovers and management turnover”, en *Journal of Finance*, N° 46, 1991, pp. 671-688. En cuanto a la figura de las OPAS, por todos: García de Enterría, J., *La opa obligatoria*, Civitas, Madrid, 1996.

De esta forma, la sola existencia de un mercado activo de control societario provee un mecanismo gratuito para vigilar las actividades de los directivos, disminuyendo con ello los costos de agencia. Esta escuela tuvo plena aceptación en la mayoría de los autores hasta principios de la década de los noventa, empero, a consecuencia de ciertos acontecimientos de relevancia mundial sus postulados han perdido su fuerza inicial. Tales hechos son los siguientes:

1. La disminución de las tomas de control hostiles en la economía norteamericana durante la década de los noventa. Esta escasez en los cambios de propiedad de las empresas en el último tiempo se explicaría por el reconocimiento jurisprudencial de las llamadas medidas Anti-OPA o de blindaje y la enorme dificultad de financiar tales operaciones.<sup>13</sup>
2. La llamada crisis asiática que tuvo lugar durante la segunda parte de los años noventa, cuyas principales causas señaladas por los autores fueron la pobre protección a los inversionistas y la deficiente estructura de las organizaciones empresariales.<sup>14</sup>
3. Los numerosos escándalos financieros producidos en la mayoría de los mercados de relevancia mundial, en especial, la histórica bancarrota sufrida por la empresa eléctrica Enron, que llevó tras de sí la desaparición de la auditora Arthur Andersen, empresa que fue acusada de ocultar las pérdidas financieras de su cliente.

A partir de tales hechos, se hizo evidente la necesidad de cuestionar los postulados del *contractualismo*, abriendo el debate acerca de la necesidad de introducir normas imperativas en el derecho de sociedad para controlar de mejor manera a los ejecutivos.

## 2.B. La llamada Escuela Institucionalista

Frente al desarrollo del *contractualismo*, aparece esta nueva corriente que postula al fortalecimiento de la estructura interna de las sociedades, revitalizando los tradicionales órganos sociales, debido a la ineficacia demostrada por los mecanismos extrasocietarios para poder disciplinar a los directivos de las grandes compañías. Para poder entender correctamente las ideas de esta escuela, es

---

<sup>13</sup> Sobre lo aseverado recomiendo la lectura del siguiente texto: Mikkelson W. y Megan, M., "The decline of takeovers and disciplinary managerial turnover", en *Journal of Financial Economics*, Vol. 44, 1997, p. 226. ([www.elsevier.com/locate/econbase.html](http://www.elsevier.com/locate/econbase.html)).

<sup>14</sup> Sobre lo señalado, léase el siguiente artículo: Johnson, S. y Boone, P., "Corporate governance in the asian financial crisis", en *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, 2000, pp. 141-186. ([www.elsevier.com/locate/econbase.html](http://www.elsevier.com/locate/econbase.html)).

preciso revisar los cuestionamientos severos que han formulado sus seguidores en contra del *contractualismo*, destacándose los siguientes:<sup>15</sup>

1. Los mercados bursátiles son incapaces de valorar correctamente las cláusulas contenidas en los estatutos sociales que tipifican el gobierno de las corporaciones, especialmente aquellos mercados carentes de eficiencia, en donde la información que entregan los emisores no se incorpora rápidamente a los precios. La incertidumbre acerca de una adecuada valoración se terminaría con una estandarización legal de las estructuras de gobierno de las sociedades cotizadas.
2. La inexistencia de normas imperativas que controlen a los *managers* sólo incentiva comportamientos desleales y oportunistas, en especial, en aquellos países con sistemas legales en donde no se cumplen habitualmente las normas jurídicas (*enforcement*).
3. Se rechaza que se postule como única finalidad del derecho societario la maximización de las ganancias de las partes del contrato social, ya que en las sociedades bursátiles confluyen una gran cantidad de entidades colectivas cuyos intereses deben ser tomados en consideración por el legislador, como lo son los trabajadores, acreedores, clientes, medio ambiente, el Estado, etc.
4. Por último, se señala que el análisis económico del derecho, como método científico utilizado por el *contractualismo*, es contrario al Estado Social consagrado en las Constituciones Occidentales, en las cuales la eficiencia económica no es bien jurídico reconocible, a diferencia de la justicia.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> Resulta revelador el siguiente comentario expresado por el Profesor Ronald J. Gilson al apoyar esta escuela: “Una importante transformación ha ocurrido en el debate sobre el examen de la efectividad de los gobiernos corporativos y su correspondencia con los vibrantes mercados de capitales. Los economistas han descubierto la importancia de las instituciones”, en: Gilson, R., *Transparency, corporate governance and capital markets*, 2000, p. 2. ([www.oecd.org/dataoecd/55/45/1921785.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/55/45/1921785.pdf))

<sup>16</sup> Sobre esta crítica véase: Gondra, J., “¿Tiene sentido impartir justicia con criterios de economía?”, en *Revista de Derecho Mercantil*, N° 226, 1997, pp. 1545 y sgts. La respuesta de este interrogante la otorga magníficamente el Profesor Águila-Real, que dice: “En definitiva, es posible que haya que contraponer Justicia y Eficiencia en otros ámbitos de la vida social, y que una regla justa en la distribución de los impuestos entre los ciudadanos sea ineficiente desde el punto de vista de la maximización de la riqueza social. Pero, en el caso del Derecho Privado, y afortunadamente para los iusprivatistas, tal contraposición no se produce porque el Derecho Privado patrimonial carece de objetivos propios que no sean los de las particulares que, a falta de indicación en contrario, no es, a su vez, otro que el minimizar los costos de efectuar los intercambios para así maximizar la ganancia derivada de los mismos. Por tanto, lo justo y lo eficiente coinciden. Y no se use la Constitución en vano. Un planteamiento como el expuesto es perfectamente coherente con nuestra Constitución que, en su artículo 10, pone en el centro del Ordenamiento la

A partir de este ejercicio crítico del contractualismo, se postula la necesidad de instaurar métodos intrasocietarios para controlar a los *managers*, siendo necesario para ello revitalizar la composición y funciones de los órganos sociales. Para tal labor, el papel del legislador debe ser otorgar en forma imperativa una nueva estructura legal a las compañías abiertas, dejando al margen en este extremo la autonomía privada. Tales ideas han tenido un respaldo empírico, a través de los interesantes estudios efectuados por los connotados economistas Shleifer, Vishny, La Porta y López de Silales, los que destacan la importancia que tiene la protección de los derechos de los accionistas consagrada en las leyes societarias para impulsar el nacimiento y crecimiento de mercados de capitales vigorosos y profundos.<sup>17</sup> Así, concluyen que si los inversionistas perciben que sus derechos no están adecuadamente protegidos, debido a la ineficacia del sistema legal frente a las posibles extracciones de riqueza de los directivos, se produciría un inevitable éxodo en tales mercados.

## 2.C. La aparición del concepto del Corporate Governance

A partir de los avances de estas doctrinas jurídicas aparece un nuevo concepto en el derecho societario, a saber, los llamados *gobiernos corporativos*. Como primer acercamiento al estudio de esta denominación, podemos recoger la definición otorgada en el conocido informe sobre los aspectos financieros de

---

obligación del Estado de respetar la dignidad y el “libre desarrollo de la personalidad” de los ciudadanos, desarrollo que se manifiesta, sobre todo, en el ejercicio de la autonomía individual y la libertad contractual”, en Alfaro, J., “Imperialismo económico y dogmática jurídica”, en *Revista de Derecho Mercantil*, N° 233, 1999, p. 975.

<sup>17</sup> Absolutamente gravitante en esta línea doctrinal es el artículo titulado: La Porta, R., López de Silales, F., Shleifer, A. y Vishny, R., “Legal determinants of external finance” en *Journal of Finance*, Vol LII, N° 3, Julio de 1997, p. 1131-1150. En el abstract de dicho texto se expresa: “Usando una muestra de 49 países, nosotros mostramos que los países con pobre protección al inversionista, medida por el carácter de las reglas legales y la calidad en el cumplimiento de la ley, tienen pequeños y estrechos mercados de capitales. En particular, los países con herencia jurídica romana (*french civil law*) tienen una débil protección a los inversionistas y un poco desarrollado mercado de capitales, especialmente comparado con los países con sistema legal anglosajón (*common law*)”. Así, en una serie de artículos estos profesores documentan la existencia de significativas diferencias entre países en términos de profundidad y liquidez en sus mercados de capitales, en la concentración accionaria y la política de dividendos de las sociedades, dando cuenta que la calidad de las normas del *common law* es relevante para demostrar la superioridad de sus mercados con relación a los de países de tradición civilista. A pesar de esta destacada evidencia que respalda la teoría *norms matter*, se debe destacar que la sola promulgación de normativa controladora de los *managers* no soluciona el problema *ipso facto*; es interesante dar cuenta de la investigación efectuada por el profesor John C. Coffee, quien expone que en los países escandinavos, con una regulación muy similar a los pertenecientes al *Civil Law*, no tienen lugar actos expropiatorios de los controladores y *managers*, revelando la importancia que tienen los instrumentos de control social para evitar la extracción de riqueza, tales opiniones se encuentran en el siguiente texto: Coffee, J., *Do norms matter? a country examination of the private benefits of control*. ([www.law.columbia.edu/lawec](http://www.law.columbia.edu/lawec)).

los gobiernos corporativos, realizado en el Reino Unido, bautizado popularmente como informe Cadbury, que con sencillez y claridad da cuenta del objetivo de este movimiento: “(2.5) El gobierno corporativo es el sistema mediante el cual se dirigen y controlan las sociedades”.<sup>18</sup> Parece que tal término no aporta novedad alguna dentro de la evolución histórica del derecho de sociedades, no obstante ello no es cierto, debido a que el enfoque utilizado por esta nueva disciplina es absolutamente distinto a los remedios clásicos; así se sostiene que “ya que no se buscan soluciones para proteger al accionista individual como tal, lo que se persigue es la tutela del sistema, “ya no se trata de un problema de defensa de los débiles”, sino de un problema de eficiencia de la empresa y de los mercados. (...) Se trata de dotar a la sociedad anónima de una mayor eficiencia en la gestión y en el control de esa gestión con el objetivo de generar confianza en los inversores en el mercado de títulos accionarios, que evite, dada la globalización de la economía, con incidencia fundamental en estos mercados, la huida hacia otros que inspiren mayor confianza y/o atraigan recursos de inversores extranjeros”.<sup>19</sup> De esta manera, se entiende que la forma como sean gobernadas las empresas es un factor que incide claramente en su crecimiento, debido a que las organizaciones que mejoren sus prácticas tendrán una mayor posibilidad de obtener financiamiento para sus proyectos, al entregar confianza a los inversores de que sus derechos serán adecuadamente protegidos. Luego, tal planteamiento ha sido asumido por los distintos Estados, en especial por las naciones en vías de desarrollo, quienes ven en la temática del *corporate governance* una oportunidad para conseguir ventajas comparativas con relación a otros países en la recepción de la inversión extranjera.<sup>20</sup> Una vez mencionado el objeto que se

---

<sup>18</sup> London Exchange Stock, *Report of the committee on the financial aspects of corporate governance*, Burgess Science Press, Londres, 1992, p. 14. Una traducción de dicho texto se encuentra en el libro: Esteban, G. (coord.), *El gobierno de sociedades cotizadas*, Marcial Pons, Madrid, 1999, pp. 767-812. Acerca de otras definiciones del concepto de gobiernos corporativos, podemos citar la entregada por el profesor Francisco Pfeffer U.: “Aquel conjunto de mecanismos que aseguran a los proveedores de recursos financieros un justo retorno de su inversión. Lo conforman el conjunto de normas que deben guiar el comportamiento de los accionistas controladores, directores y administradores de las compañías a fin de maximizar el valor de esta, y que definen las obligaciones y responsabilidades de éstos con los inversionistas externos (accionistas no controladores y acreedores)”, en Pfeffer, F., “Nuevas normas sobre gobierno corporativo y mayores responsabilidades para los directores de sociedades anónimas”, en *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 27, N° 3, 2000, p. 486.

<sup>19</sup> *Op. Cit.*, Gaudencio Esteban Velasco (coord.), p. 378.

<sup>20</sup> Esta afirmación ha tenido un respaldo empírico de conformidad a una serie de estudios, así, es interesante reproducir ciertas conclusiones obtenidas en una encuesta realizada por la Consultora Internacional McKinsey en junio del 2000: “Las buenas prácticas de gobierno reducen el costo de capital de la firma. Más del ochenta por ciento de los inversores dicen que pagarían más por acciones de una compañía bien gobernada que por aquella que no lo esté, en un escenario de rendimiento financiero comparable. Los inversores más importantes dicen que la disposición para pagar por una corporación bien gobernada es diferente en cada país. Por ejemplo, los inversores dicen que pagarían un 18,5% más por acción de una corporación bien gobernada en el

persigue con esta corriente reformista, es menester destacar sucintamente la discusión que ha tenido lugar acerca de cuáles son los actores que deben ser tomados en cuenta en este proceso modernizador y los ámbitos que deben ser reformulados en el derecho de sociedades. Así, para una parte de la doctrina, el debate sobre la forma como deben ser organizadas las compañías abiertas debe circunscribirse en solucionar los conflictos intrasocietarios que tienen lugar, en especial resolver el problema de la separación entre la propiedad y el control de las compañías, debiendo ser oídos en tal discusión únicamente las partes del contrato social. Por el contrario, otros autores sostienen que la problemática incluida dentro de la expresión *corporate governance* es más extensa, correspondiendo ser tomados en consideración en esta materia los distintos colectivos que se relacionan con la sociedad, en especial trabajadores, proveedores, consumidores, el Estado.<sup>21</sup>

### III. HACIA UN NUEVO DERECHO DE SOCIEDADES

#### 1. *Las propuestas presentadas para reformar el Gobierno de las Corporaciones*

Influenciados con esta nueva mirada al derecho societario, los autores de cada una de las escuelas mencionadas han formulado distintas soluciones para generar una arquitectura de confianza en los mercados de valores. Un primer comentario a tales planteamientos es la interesante convergencia en cuanto a sus contenidos, ya que, como veremos, se formulan similares mecanismos intrasocietarios para recomponer el equilibrio del poder perdido. Empero, no existe consenso acerca de cuál es la fuente formal desde donde se debe generar esta nueva estructura organizacional, dando lugar a la discusión, que pasaremos a revisar a continuación, acerca de si es preferible reglamentar esta materia a través de códigos voluntarios de conducta o bien por intermedio de la intervención del legislador.

---

Reino Unido que por las acciones de una corporación de un rendimiento financiero similar pero con prácticas de gobierno ineficaces. (...) Este estudio muestra uno de los conceptos centrales para el financiamiento corporativo: el nivel de protección del inversor externo, y en especial de los accionistas, está íntimamente vinculado con el tipo de prácticas de gobierno adoptadas por la firma, y esto influye de manera apreciable en el costo de capital”, en Villegas, C., *Aspectos legales de las finanzas corporativas*, Dykinson, Madrid, 2001, p. 337.

<sup>21</sup> Acerca de esta discusión puede verse: Villegas, C., *Op. Cit.*, p. 212-213. Es menester destacar que la discusión de la extensión de las propuestas del movimiento de *corporate governance* se relaciona directamente con la polémica acerca de la determinación del concepto interés social, en este punto es recomendable la siguiente obra: Vásquez, D. *La exclusión del derecho de suscripción preferente*, Civitas, Madrid, 2000, pp. 199-204.

## 2. *La discusión acerca de la forma como se articula la reforma al Derecho de Sociedades*

En este párrafo debemos dar noticia de las distintas propuestas que se han formulado por las escuelas jurídicas del *corporate governance* para implementar las enmiendas a la regulación societaria. Así, el *contractualismo* ha preferido que esta materia sea de *ius privatum*, dando nacimiento a los llamados códigos de buena conducta, frutos de la autorregulación. A diferencia del *institucionalismo*, que privilegia la opción legislativa para dar curso a esta ansiada reforma.

### 2.A. El *contractualismo* y la llamada *solución financiera*

Para los seguidores de esta corriente doctrinal, el método óptimo para incorporar las propuestas del *corporate governance* es a través de la asunción por parte de las sociedades cotizadas de códigos de buena conducta, entendiendo por tal aquellos conjuntos de normas, elaboradas por entidades privadas, que ordenadas en forma sistemática entregan recomendaciones sobre un correcto gobierno de las empresas. Así, tales proposiciones privadas son hechas suyas por las corporaciones, ya sea incorporándolas en sus estatutos o reglamentos internos.

Entonces, para un mejor entender de esta normativa, es preciso revisar sus notas más destacadas, a saber, su voluntariedad, flexibilidad y relatividad.<sup>22</sup> En cuanto a la voluntariedad, se desea poner de manifiesto que las reglas comprendidas en tales códigos no comparten los caracteres esenciales de las normas jurídicas, esto es, su obligatoriedad y coercibilidad. De este modo, las grandes empresas, como destinatarias de tal reglamentación, por propia iniciativa acogen las propuestas expresadas en los códigos de buena conducta, no existiendo mandato legal alguno en tal sentido. Además, el seguimiento de las prescripciones contenidas en tales cuerpos normativos no se encontrará garantizado por el uso de la fuerza.<sup>23</sup> Respecto a la flexibilidad y relatividad de las recomendacio-

---

<sup>22</sup> Respecto a lo señalado, debemos destacar que en Europa se han dictado los siguientes códigos de buena conducta, a saber: En Bélgica (El Reporte Cardon), en Francia (El Reporte Viento I y II; Reporte Lévy-Lang), en Alemania (El Reporte del Panel Alemán y el Código Cromme), en Grecia (El Reporte de la Comisión de Mercado de Capitales), en Irlanda (Las Directrices IAIM), en Italia (El Reporte Disiano Preite), en Holanda (El Código Peters), en Portugal (Las recomendaciones de la CNMV), en España (El Código Olivencia y el Informe Aldama) y en el Reino Unido (El Informe Cadbury, Informe Hampel, Informe Greenbury, el contenido de los tres se ha refundido en el denominado Supercode). Por otro lado, en Estados Unidos de América destacan los Principios sobre Gobiernos Corporativos del American Law Institute. Por último, a nivel global sobresalen los Principios de la O.E.C.D. para el Gobierno de las Sociedades.

<sup>23</sup> Refuerza lo expresado el punto 1.10 del Informe Cadbury que dice: "Creemos que nuestro planteamiento, basado en la combinación del cumplimiento de un código voluntariamente aceptado y en la transparencia, resultará más efectivo que la imposición de un código legal. Nuestro objetivo es implantar las mejores prácticas y alentar a los accionistas para que insten su adopción

nes, se enfatiza con ello que éstas pueden ser modificadas en atención a las cualidades particulares de cada sociedad, no existiendo un modelo legal único.

Luego, de acuerdo a los postulados de la escuela *contractualista* la eficacia de este método para implementar la reforma estaría dada por la evaluación que hacen los mercados acerca de la asunción de estos códigos por las empresas y su posterior ejecución. Por esta razón, recibe el nombre de *solución financiera*, en oposición a *legislativa*, debido a que la sanción que reciben las compañías destinatarias por no adoptar tales recomendaciones no estaría dada por el ordenamiento jurídico, sino por el castigo en la cotización bursátil que sufrirán aquellas empresas que no recepcionen en su interior tales códigos.<sup>24</sup>

Sin embargo, es menester mencionar que esta opción normativa de buen gobierno no está exenta completamente de imperatividad, debido a que sus partidarios exigen una intervención legislativa de carácter meramente procedimental, dirigida a que las sociedades cotizantes se encuentren obligadas a informar en forma detallada, a la agencia estatal vigilante de los mercados, sobre las reglas de gobierno que se han adoptado en su seno, y en el evento que no se han cumplido, las razones de tal hecho. Así, a partir de esta exigencia de transparencia informativa, conocida doctrinariamente como la regla *comply or explain*, se permite a los mercados depurar la información que es entregada por las empresas y trasladarla eficientemente a los precios de los valores bursátiles.

## 2. B. El *institucionalismo* y las reformas legislativas

Esta corriente doctrinal entiende que la llamada *solución financiera* es insuficiente para dar una eficaz respuesta a las necesidades de reformular el derecho de las sociedades, por tanto, postula a que el método adecuado para incorporar la temática del *corporate governance* es a través de la vía legislativa, así, por medio de ella se definiría con carácter imperativo la nueva estructura interna de poder en las corporaciones. En cuanto a esta postura, es destacable su

---

generalizada aunque permitiendo un cierto grado de flexibilidad en el modo de poner en práctica las recomendaciones contenidas en el código. (...) Las medidas legislativas impondrían unos requisitos mínimos, y sería mayor el riesgo de que los Consejos se atuvieran más a letra que al espíritu, de dichas exigencias”, en Esteban, G., *Op. Cit.*, p. 769.

<sup>24</sup> El profesor Andrés Recalde Castells sobre este punto expresa lo siguiente: “Este modelo busca que las mismas sociedades anónimas voluntariamente acepten las recomendaciones que se dirigen con el objetivo de mejorar la gestión y control, de manera que luego el mercado discrimine entre las empresas más transparentes y correctamente administradas, penalizando a aquellas que no incorporen aquel tipo de *best practices*. Se considera, en principio, que el Derecho debe tener un lugar secundario en la regulación de la materia”, Recalde, A., “Los administradores de la sociedad anónima en un entorno de buen gobierno”, en *Revista Valenciana de Economía y Hacienda*, N° 7, 2003, p. 62. ([www.gva.es/economia/web/rveh](http://www.gva.es/economia/web/rveh)).

amplia recepción entre los autores europeos, quienes objetan la opción reformista presentada por el *contractualismo*, siendo esta débil por las siguientes razones:

- a) Se señala que los mecanismos de autorregulación como los códigos de conducta son propios de sistemas legales pertenecientes al *common law*, en los cuales las leyes societarias tienen un carácter dispositivo, a diferencia de los sistemas continentales donde tradicionalmente el derecho societario tiene rasgos marcadamente imperativos, careciendo las partes un papel protagónico en el diseño de la distribución de poder dentro de la sociedad. De esta forma, el camino legislativo representa la continuación de la tradición normativa de estos ordenamientos jurídicos.<sup>25</sup>
- b) Se destaca la notable proliferación de códigos de conducta en los distintos mercados, pudiendo en algunos países existir más de un modelo, generando una notable incertidumbre en los distintos agentes acerca de cuáles son las obligaciones a cumplir, demostrándose con ello la necesidad de instaurar un parámetro común obligatorio.
- c) Por otro lado, se ha objetado la procedencia de estas recomendaciones de buen gobierno, debido a que son redactadas por asociaciones de directivos, los cuales probablemente tienen en cuenta solamente sus intereses al momento de confeccionarlas. Así, existiendo consenso entre todos los actores acerca de la necesidad de instaurar un nuevo prototipo de gobierno, lo deseado es que esta nueva regulación tenga su génesis a través del proceso formativo de las leyes, que permite a todos los interesados intervenir e informarse, sin perjuicio de poseer una amplia legitimidad por su origen democrático. Además, se sostiene que si los problemas de administración de las sociedades provienen del desfase del modelo legal a la corporación de nuestros días, no se entendería cuál sería la razón para utilizar otra fuente del derecho para salvar la comentada disfunción.
- d) Por último, se sostiene que la llamada *solución financiera* presupone la existencia de un activo mercado de valores, que posea las características de profundidad y liquidez, calidades que solamente se presentan en los Estados Unidos de América. Así, en un entorno de sociedades con un capital concentrado, como las europeas y latinoamericanas, donde no existe un activismo real de los inversores, es preferible que sea el legislador quien fije imperativamente el marco legal de actuación de los directivos.

---

<sup>25</sup> Sobre esta crítica véase: Sánchez, A., "Ius Publicum-Ius Privatum, Gobierno Corporativo y mercados de Valores", en *Anuario de Derecho Civil*, Julio-Sept. 2001, pp. 1029-1049.

Sin entrar a resolver esta polémica, debemos mencionar que al observar el estado de la cuestión en la actualidad, al parecer los países más desarrollados se han ido decantando por la vía *legislativa* para propulsar la tan ansiada reforma. Así, son destacados los esfuerzos legislativos que han tenido lugar en países con sistemas de gobierno tan disímiles, como Alemania, Francia, Italia, España y los Estados Unidos de América.<sup>26</sup>

### 3. *El contenido de las propuestas del movimiento de Corporate Governance*

Como lo apuntamos en su oportunidad, a pesar de la polémica existente sobre el método que debe ser elegido para concretar la reforma a las sociedades abiertas, en ambas escuelas jurídicas revisadas existe convergencia acerca del contenido de las enmiendas a realizar, que tienen como norte revitalizar las estructuras sociales a efectos de controlar de mejor forma a los directivos. Sin tener el ánimo de ser exhaustivos sobre esta materia, pasaremos a revisar los extremos más interesantes sobre las proposiciones presentadas con relación a cada uno de los órganos sociales, algunas de las cuales ya forman parte del derecho positivo de numerosos países:<sup>27</sup>

1. *Agravamiento del Régimen de Responsabilidad de los Directivos*: Se plantea la necesidad de reforzar la responsabilidad de los ejecutivos a través de distintas medidas, a saber:

- Se exige a los directivos que otorguen un caudal informativo apropiado sobre la marcha de la empresa y, en especial, se hagan públicas las transacciones que realice la sociedad en que alguno de dichos ejecutivos tenga interés, ya sea directo o indirecto (*Self-dealing*).<sup>28</sup> Reforzando tal deber, se requiere que los principales ejecutivos tengan que certificar los reportes

---

<sup>26</sup> Sobre esta oleada de leyes que imponen nuevos esquemas en los gobiernos de las sociedades, es interesante dar cuenta de la reforma producida en los Estados Unidos de América a través de la dictación de la Sarbanes-Oxley Act 2002, de 23 de enero del 2002. Así, en esta nación fue el legislador federal quien en el ámbito del derecho de mercados de valores (*securities law*) intervino gravitadamente en la forma de organización de las compañías abiertas, a fin de recuperar la confianza perdida en los inversionistas a consecuencia de los escándalos financieros ocurridos recientemente. Además, tal ley se complementa con las reglas emitidas por la Securities and Exchange Commission que reglamentan sus aspectos específicos y las enmiendas introducidas en los manuales a los que se sujetan las corporaciones listadas en las Bolsas de Nueva York y Nasdaq. Sobre tales regulaciones, véase: Guerra, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidense*, Aranzadi, Pamplona, 2003.

<sup>27</sup> Las propuestas que pasaremos a revisar han sido tomadas de los textos de la Sarbanes Oxley Act 2002, Informe Olivencia, Informe Aldama y Leyes Españolas 44/2002 y 26/2003.

<sup>28</sup> Sobre lo expresado es necesario destacar el siguiente texto: Fox, M., "Required disclosure and corporate governance", en *Journal of Law and Contemporary Problems*, Duke University, Vol. 62, Summer, 1999.

financieros entregados a las autoridades, manifestando que dichos informes no contienen afirmaciones falsas u omisiones sobre hechos esenciales relacionados con el estado económico de la corporación.

- Se demanda la necesidad de reglamentar rigurosamente los sistemas retributivos de los directivos, en especial aquellos cuya cuantía se determina con relación a la cotización bursátil, como las conocidas *stock options*. En este sentido, se obliga a las sociedades que desean utilizar tales programas de remuneración que informen oportunamente a los accionistas y que sean éstos quienes los aprueben. En complemento con lo anterior, se prohíbe expresamente a las sociedades abiertas otorgar préstamos a sus empleados principales y, en especial, asistirlos financieramente con la finalidad de que éstos adquieran valores bursátiles de la corporación.
- Se castiga duramente a aquellos ejecutivos que pretendan influir inapropiadamente en la conducta de los auditores externos.

2. *Imposición de deberes de lealtad a los accionistas controladores*: Se ha sostenido la necesidad de establecer un conjunto de normas que reglamenten el actuar de tales accionistas, en especial la posibilidad de imponerles deberes de fidelidad respecto a los demás titulares de acciones, debido a que los controladores toman numerosas decisiones que afectan a las minorías sociales.<sup>29</sup>

3. *El nuevo rol que debe cumplir el Directorio o Consejo de Administración*: Se afirma la urgencia de modificar este órgano de gobierno a consecuencia de su ineficacia para gestionar y controlar la sociedad. Para ello, se impone el denominado modelo supervisor (*monitoring model*) consistente en que los miembros del consejo tendrán como principal finalidad vigilar las actividades de los directivos, sin perjuicio de fijar las estrategias generales de la corporación. Así, para potenciar este nuevo papel se introducen modificaciones a la composición y funciones de este órgano. En cuanto al primer aspecto, se postula que para realizar una eficaz fiscalización, el Directorio debe estar integrado en su mayoría por directores independientes, los cuales no poseen vínculo alguno con la plana ejecutiva y los accionistas controladores. Respecto a las nuevas funciones que debe llevar a cabo el Consejo, se establece que éstas deberán ser realizadas en comités integrados solamente por directores independientes, los que desarrollarán importantes tareas en la empresa, como, por ejemplo, evaluar los sistemas contables de la sociedad, seleccionar los directivos y postulantes al Directorio y proponer las retribuciones que deben recibir los ejecutivos, entre otras. Así, en forma obligatoria aparecen en el seno del Consejo de Administra-

---

<sup>29</sup> Sobre este punto véase: Demott, D., "Agency principles and large block shareholders", en *Cardozo Law Review*, Vol. 19, Sept.-Nov. 1997, p. 328.

ción estos comités, reconociéndose en los distintos cuerpos positivos, a lo menos tres, a saber: El Comité de Auditoría, el Comité de Nombramientos y el Comité de Retribución.

4. *La revitalización de la Junta de Accionistas:* Se considera en los diversos textos la necesidad de potenciar la intervención de este órgano en las decisiones de la corporación. Para ello, se propone la flexibilización en su estructura, permitiendo a los accionistas intervenir en ella a través de medios electrónicos. A modo de ejemplo, se lograría cumplir tales fines autorizando que la junta sea transmitida por medios audiovisuales, y de esta forma, los asistentes a distancia puedan formular preguntas a los directores o ejecutivos, realizar propuestas y participar en las distintas votaciones. Por otro lado, se destaca la necesidad de convertir el sitio web de cada compañía como un verdadero domicilio virtual, en donde se dé cuenta periódicamente de todos los antecedentes relacionados con la empresa, facilitando a todos los interesados la información esencial sobre la misma, y eventualmente, conocer con antelación las distintas materias que se verán en las próximas juntas de accionistas.<sup>30</sup>

5. *La reforma a los auditores externos:* En cuanto a estos prestadores de servicios, las distintas leyes y códigos han dispuesto severas medidas tendientes a resguardar la debida independencia que deben observar frente a sus clientes a efectos de no repetir los errores del caso Enron. Así, una primera medida es aquella consistente en establecer una serie de inhabilidades que afectan al auditor de cuentas para prestar sus servicios a sociedades con las cuales tienen vínculos de distinta índole. Otro de los remedios dirigidos a proteger la independencia del auditor es aquel que dice relación con la prohibición que tienen los auditores externos de prestar servicios ajenos a la revisión de cuentas a aquellas empresas que auditan; así, por ejemplo, no podrán realizar los servicios de teneduría de libros, colocación de valores, diseño y puesta en marcha de sistemas de información financiera, servicios legales y cualquier otro que se relaciona directa o indirectamente con el examen de cuentas. Por último, se propone que los empleados pertenecientes a la firma auditora que sean los responsables de la revisión de una determinada empresa deben rotar obligatoriamente cada cierto período de tiempo en la verificación de la información contable de la misma, imponiéndose un plazo razonable para que tales personas vuelvan nuevamente a auditar a esa empresa.

En definitiva, con este conjunto de propuestas, algunas ya incorporadas en textos positivos comparados, se avanza un paso más en la evolución del derecho de sociedades, naciendo claramente un nuevo tipo social, a saber, la sociedad

---

<sup>30</sup> Sobre este extremo puede verse la siguiente obra: Carlino, B., *Firma digital y derecho societario electrónico*, Rubizal-Culzoni Editores, Buenos Aires, 1998.

abierta o cotizada, que presenta rasgos claramente diferenciados de la primitiva sociedad anónima.

#### IV. LA RECEPCIÓN DEL MOVIMIENTO DE CORPORATE GOVERNANCE EN CHILE

##### 1. *Descripción de la estructura de poder en las sociedades abiertas nacionales*

A diferencia del modelo societario presente en los países anglosajones, caracterizados por una propiedad accionaria extraordinariamente atomizada, nuestras sociedades abiertas exhiben una notable concentración, de forma que usualmente los tres accionistas con mayor participación con regularidad controlan más de las tres cuartas partes del capital con derecho a voto.<sup>31</sup> Luego, en nuestra realidad, no confluyen los problemas de separación entre la propiedad y el control que hemos revisado en el mercado estadounidense; empero, sí aparece agravado el conflicto de intereses que surge entre los accionistas controladores y los accionistas externos.<sup>32</sup> Así, normalmente, las minorías sociales pueden ser objeto de medidas expropiatorias por parte del accionista principal, quien debido a su posición privilegiada puede obtener ventajas especiales con relación al resto, como, por ejemplo, en la celebración de transacciones con la sociedad de ciertos bienes a precios irrisorios, o bien, utilizando oportunidades de negocios que originalmente le correspondían a la compañía. Esta hipótesis aparece constatada al estudiar los pagos excesivos en las primas de control, que fueron canceladas a los accionistas controladores al momento de vender su paquete accionario, en las transacciones efectuadas durante la última década en nuestro mercado, así, dichos elevados pagos sólo podrían explicarse debido a que tales accionistas obtendrían beneficios privados en desmedro de los minoritarios.<sup>33</sup>

---

<sup>31</sup> Villegas, C., *Op. Cit.*, p. 238. Es recomendable el siguiente estudio sobre la estructura corporativa en Chile: Agosin, M. y Pastén, E., *Corporate governance in Chile*, 2001. ([www.oecd.org](http://www.oecd.org)).

<sup>32</sup> En este sentido se expresa el ex Superintendente de Valores y Seguros Sr. Álvaro Clarke de la Cerda, quien señala lo siguiente: “En Chile, y al igual que en Europa Continental y Canadá, la mayoría de las sociedades anónimas son controladas por un solo accionista, familia o grupo económico. Bajo estas circunstancias el conflicto de intereses se da realmente entre accionistas controladores (que también pueden ejercer el control de la sociedad con menos de la mayoría de las acciones) y los inversionistas que se encuentren fuera del grupo controlador, es decir, los accionistas minoritarios y los acreedores”. Clarke, A., “Modernización del mercado de capitales chileno: la nueva ley de ofertas públicas de adquisición de acciones y gobierno corporativo”, en Clarke, A. (coord.), *Elementos conceptuales de la ley de opas*, Superintendencia de Valores y Seguros, Santiago, 2001, p. 13.

<sup>33</sup> Esta sería la principal razón por la cual se instauró en Chile un sistema de OPA obligatoria, por todos véase: *Op. Cit.*, Clarke, A. (coord.), pp. 32-95.

## 2. *Las respuestas normativas entregadas por el legislador patrio*

Frente a este escenario de elevada concentración accionaria en nuestras corporaciones, y estando en la retina del mercado ciertas transacciones comerciales carentes de la transparencia requerida, el legislador patrio inició la reforma al régimen de administración de las sociedades abiertas, promulgando la Ley N° 19.705, titulada “Regula las Ofertas Públicas de Adquisiciones de Acciones y establece Régimen de Gobiernos Corporativos” publicada el 20 de diciembre del 2000. En cuanto a esta normativa, podemos resumir como sus notas más sobresalientes las siguientes:<sup>34</sup>

1. Debemos destacar que en los sectores interesados no tuvo lugar el debate acerca del método a través del cual se efectuaba la reforma al gobierno de las empresas, siendo seguida, a nuestro juicio, correctamente la opción legislativa, debido a nuestra escasa tradición autorregulatoria y un inexistente mercado de control societario.

2. Una de las finalidades principales que tuvo el legislador nacional al momento de elaborar la Ley N° 19.705, fue tratar de disminuir los posibles abusos que cometen los controladores en desmedro de los accionistas minoritarios, por ello, se impuso como mecanismo obligatorio para adquirir el control de las compañías abiertas las OPAS; así, a través de este medio, se permitiría a los accionistas externos participar en la prima de control pagada y, eventualmente, salir de la sociedad frente a la entrada de un nuevo controlador.

3. Se introdujeron a la Ley de Sociedades Anónimas importantes enmiendas destinadas a mejorar el gobierno de las compañías abiertas, siendo destacables las siguientes innovaciones normativas:

- a) Se reglamentó en detalle la creación y duración de las acciones con preferencia sobre el control de las sociedades abiertas, estableciéndose como novedades plazos máximos de vigencia de estos títulos y la necesaria intervención de la junta de accionistas para su prórroga, resguardando con ello el principio de igualdad política entre los accionistas, que se traduce en la regla “una acción, un voto”.<sup>35</sup>
- b) Se facultó a las sociedades emitir las llamadas *stock options*, que consisten básicamente en un sistema remuneratorio a favor de los directivos y empleados de la compañía, conforme al cual se les permite a éstos participar

<sup>34</sup> Un comentario de las enmiendas introducidas por la Ley N° 19.705 puede verse en: Pfeffer, F., *Op. Cit.*, pp. 485-499.

<sup>35</sup> Artículo 20, inciso 2° de la Ley N° 18.046.

en condiciones ventajosas en la adquisición de acciones de la empresa en donde laboran. Así, al ser una retribución ligada al rendimiento de la gestión social, necesariamente se alinean de mejor forma los intereses de los socios y de los *managers*.<sup>36</sup>

- c) Se reguló profusamente la forma como deben llevarse a cabo aquellas transacciones celebradas por la sociedad, en las que uno o más directores tienen interés, figura conocida como autocontratación societaria. Así, se crean las condiciones para que exista una mayor transparencia e independencia en la perfección de tales actos.<sup>37</sup>
- d) Se contiene una serie de normas tendientes a mejorar la gestión del directorio de la compañía, destacándose la exigencia de una mayor claridad en la indicación de los gastos efectuados por el directorio en la memoria anual de la empresa.<sup>38</sup>
- e) Existe un reconocimiento legal a la figura de los ejecutivos principales, que son aquellas personas que ejercen facultades relevantes en la administración de las empresas, así, el legislador les impone el mismo régimen jurídico que se les aplica a los directores, evitando con ello que estos sujetos queden excluidos de las responsabilidades propias de su función.<sup>39</sup>
- f) La obligación de formar, por parte de aquellas sociedades abiertas que tengan un considerable patrimonio bursátil, los llamados comités de directores o de auditoría, a los que legalmente se les asignan importantes funciones de supervisión a la labor de los directores de las compañías, especialmente relevante en su intervención en la designación del auditor externo que revisará las cuentas de la empresa.<sup>40</sup>

---

<sup>36</sup> Artículo 24, incisos 3º, 4º y final de la Ley N° 18.046. Sobre las stock options, véase: Fernández, L., “Participación de trabajadores y directivos en el capital de las sociedades anónimas”, en *Revista de Derecho Mercantil*, N° 234, 1999.

<sup>37</sup> Artículo 44 de la Ley N° 18.046.

<sup>38</sup> Artículo 39, inciso final de la Ley N° 18.046.

<sup>39</sup> Artículo 50, inciso 1º de la Ley N° 18.046. Por su parte, el Artículo 68, inciso 2º de la Ley N° 18.045 define al ejecutivo principal como cualquier persona que tenga facultades relevantes de representación o decisión en la sociedad en materias propias del giro, independiente de la denominación que se le otorgue. Esta figura del ejecutivo principal presenta similitudes con el concepto doctrinal conocido como administrador de hecho o *shadow director*, sobre este término véase: Latorre, N., *El administrador de hecho en las sociedades de capital*, Comares, Granada, 2003.

<sup>40</sup> Artículo 50 bis de la Ley N° 18.046. Sobre los comités de directores, véase: Sánchez, F., “Líneas generales del régimen del comité de auditoría en las sociedades cotizadas”, en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, N° 89, 2003.

- g) Para la protección de las minorías, se someten nuevos actos jurídicos a la decisión de la junta extraordinaria de accionistas, estableciendo para ello exigentes quórum de aprobación de tales acuerdos.<sup>41</sup>
- h) En concordancia con el punto anterior, se considerarán nuevos eventos corporativos que dan lugar al derecho de retiro a favor de los accionistas disidentes de los acuerdos que adopte la junta de accionistas.<sup>42</sup>
- i) Por último, se consagra un novedoso remedio procesal a favor de los accionistas para demandar, en nombre de la sociedad, los perjuicios que se pudiesen haber causado al patrimonio social. Tal mecanismo es conocido como acción derivativa.<sup>43</sup>

Como puede verse en esta pequeña síntesis, la Ley N° 19.705 modernizó sustancialmente la administración de nuestras compañías, recogiendo expresamente el legislador nacional en su confección las distintas propuestas elaboradas por el movimiento de *Corporate Governance*, empero, su transposición normativa no fue del todo cercana a nuestra realidad corporativa, en la cual los conflictos de intereses intrasocietarios son muy distintos a los que dieron nacimiento a esta corriente renovadora. Así, a pesar del enorme avance generado por la ley en comento, el legislador emprendió una segunda reforma a la gestión de las sociedades abiertas por medio de un proyecto de ley que se tramita actualmente en el Congreso Nacional, conocido popularmente como “Reforma de Mercados de Capitales II”.<sup>44</sup> En este proyecto de ley sobresalen, como materias que perfeccionan la administración de las sociedades abiertas, las siguientes:

1. Se revitalizan las juntas de accionistas, permitiendo que los socios puedan votar a distancia en tales actos mediante medios tecnológicos.
2. Se permite el envío de información relativa a la compañía a sus accionistas en forma electrónica, reemplazando las publicaciones que se efectúan en periódicos.
3. Se precisa de mejor forma el rol que debe cumplir el directorio en aquellas transacciones entre partes relacionadas. Asimismo, se imponen nuevas fun-

---

<sup>41</sup> Artículo 67, inciso 2°, numerales 9°, 11° y 12° de la Ley N° 18.046.

<sup>42</sup> Artículo 69, inciso 5°, numerales 3°, 4° y 7° de la Ley N° 18.046.

<sup>43</sup> Artículo 133 bis de la Ley N° 18.046.

<sup>44</sup> Mensaje de S.E. el Presidente de la República, N° 39-349, titulado “Introduce adecuaciones de índole tributaria e institucional para el fomento de la industria del capital de riesgo y continúa con la modernización del mercado de capitales”, 30.06.2003. ([www.senado.cl](http://www.senado.cl))

ciones que deben desarrollar los comités de directores, a fin de velar por la equidad y transparencia en los negocios entre empresas vinculadas.

4. Como novedad gravitante, se imponen deberes de lealtad al accionista controlador con el objetivo de evitar que utilice su especial posición para enriquecerse a costa de los demás socios, reconociendo de esta manera que tales sujetos son los que poseen una mayor capacidad depredatoria en nuestra realidad societaria.<sup>45</sup>

### 3. Reflexiones finales

Como se pudo apreciar en el desarrollo de este texto, las reformas que se introdujeron por la Ley N° 19.705 y las que se contienen en el proyecto de ley en vías de aprobación, tienen sus raíces en el movimiento angloamericano denominado *corporate governance*. Así, es a nuestro juicio importante estudiar las causas que motivaron su nacimiento, para luego extraer algunas de sus propuestas que pueden ser útiles a nuestra realidad, que dista de las singulares características del mercado estadounidense. De esta manera, siendo importantes los avances legislativos que se han impulsado, creemos que es necesario incorporar nuevas temáticas como la independencia de los auditores, que todavía no ha sido recogida en nuestro entorno. Sobre el particular, sería interesante lograr que se combinara la labor del legislador y la autorregulación de las sociedades a efectos de internar adecuadamente estas nuevas recomendaciones de buen gobierno.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALFARO, J., *Interés social y el derecho de suscripción preferente*, Civitas, Madrid, 1995.  
— “Imperialismo económico y dogmática jurídica”, en *Revista de Derecho Mercantil*, N° 233, 1999.
- BLACK, B., “Is corporate law trivial? a political and economic analysis”, en *Northwestern University Law Review*, Vol. 84, N° 2, 1990.
- DOBSON, J., *El abuso de la personalidad jurídica*, De Palma, Buenos Aires, 1985.
- ESTEBAN, G. (coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons, Madrid, 1999.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *La opa obligatoria*, Civitas, Madrid, 1996.  
— *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre opas*, Civitas, Madrid.

---

<sup>45</sup> Sobre el particular, debemos destacar la sabiduría del legislador del proyecto original de la Ley N° 18.046, que contemplaba normas precisas tendientes a regular específicamente el actuar del accionista controlador, en especial, castigando los actos practicados por abuso de poder. Respecto de este tópico, véase: Carey, G., *De la sociedad y la responsabilidad civil de los directores*, Editorial Universitaria, Santiago, 1992, pp. 78-79.

- GUERRA, G., *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidense*, Aranzadi, Pamplona, 2003.
- KRAAKMANN, R., *The end of history for corporate law*, 2000.
- MARCOS, F., “La auditoría de cuentas en el derecho federal norteamericano”, en *Revista de Derecho Mercantil*, N° 223,1997.
- PÁZ-ARES, C., “Reflexiones sobre la distribución de poderes en la moderna sociedad anónima”, en *Revista de Derecho Mercantil*, N° 146,1977.
- PUTTERMAN, L. (coord.), *La naturaleza económica de la empresa*, Alianza, Madrid, 1994.
- SANDOVAL, R., *Derecho comercial*, Tomo I, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 1994.
- SUDARSANAN, P., *La esencia de las fusiones y adquisiciones*, Prentice Hall, Londres, 1996.
- VILLEGAS, C., *Aspectos legales de las finanzas corporativas*, Dykinson, Madrid, 2001.