

HACIA UN MEJOR GOBIERNO CORPORATIVO EN CHILE

FERNANDO LEFORT*
RODRIGO GONZÁLEZ G**

ABSTRACT

This paper discusses the conceptual framework about corporate governance in emerging economies. Based on that framework and in the Chilean and international evidence, this paper analyses the main aspects concerning the corporate governance practices of Chilean companies, and explores several venues towards improving corporate governance in Chile.

Keywords: Corporate Governance, Emerging Markets, Chile
JEL Classification: G10, G18, G28, G38, K22

RESUMEN

Este artículo revisa el marco conceptual aplicable a la discusión acerca del gobierno corporativo en empresas que operan en países emergentes. A la luz de lo anterior y, basado en la evidencia chilena e internacional acumulada en los últimos años, el artículo analiza los principales aspectos del gobierno corporativo de las empresas chilenas y explora algunas áreas donde, en opinión de sus autores, es posible mejorar en aspectos regulatorios y de funcionamiento interno de las empresas.

Palabras clave: Gobierno corporativo, Mercados Emergentes, Chile

* Profesor de la Escuela de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Secretario Ejecutivo, Centro para el Gobierno de la Empresa, Chile.

** Investigador Programa Doctoral Facultat de Economia i Empresa Universitat de Barcelona, España

Los autores agradecen los comentarios y sugerencias, a versiones preliminares de este artículo, de Ignacio Irrarázaval, Eduardo Walker y un árbitro anónimo. Esta investigación ha sido financiada en parte por el Programa Bicentenario de Ciencia y Tecnología en el contexto del concurso de Anillos de Investigación en Ciencias Sociales, código SOC-04.

Tras los escándalos empresariales de *ENRON* y *World Com*, entre otros, la extensa literatura académica acerca del gobierno corporativo fue complementada por una larga lista de recomendaciones y códigos de buenas prácticas emitidos por gobiernos, organismos multilaterales y asociaciones de inversionistas. Al mismo tiempo, muchos países se embarcaron en procesos de reformas legales conducentes a incrementar la protección a los inversionistas y mejorar el gobierno corporativo de las empresas. Chile no ha sido ajeno a este proceso y ha pasado por episodios conflictivos, como el llamado caso Chispas, y ha reformado en forma importante sus leyes de sociedades anónimas y del mercado de valores. Después de casi diez años desde que el tema se introdujera en el debate económico nacional, este artículo sintetiza los principales aspectos del gobierno corporativo de las empresas chilenas y explora algunas áreas donde es posible mejorar.¹

Aunque es difícil sintetizar en una definición, muchos de los aspectos que intervienen en un buen gobierno corporativo, es posible extraer los elementos esenciales a partir de trabajos académicos seminales en esta área y de la experiencia práctica acumulada.² El gobierno corporativo puede ser definido como el conjunto de instancias y prácticas institucionales que influyen en el proceso de toma de decisiones de una empresa, contribuyendo a la creación sustentable de valor económico³ en un marco de transparencia y responsabilidad empresarial. Así, un adecuado gobierno corporativo debe alinear incentivos y promover el respeto a los derechos de los accionistas y grupos de interés que participan directa o indirectamente en la empresa, con el fin de garantizar una distribución de las rentas que incentive la realización de las inversiones necesarias para el desarrollo de la compañía.

En términos simples, el gobierno de una sociedad anónima se estructura a partir de sus accionistas, a quienes, para incentivar los aportes de capital y la toma de riesgos, la ley ha otorgado el derecho a ejercer el control de la compañía. Los accionistas ejercen este derecho desde la junta, siendo ésta, por lo tanto, la instancia de mayor jerarquía en el gobierno de una empresa. Para favorecer la atracción de capital y la participación de los accionistas, la aprobación de decisiones en la junta de accionistas de la sociedad anónima se realiza tradicionalmente por mayoría con representación proporcional del capital buscando mantener la relación “una acción - un voto”.^{4 5}

Debido al régimen de propiedad común que es característico de las sociedades anónimas, los accionistas deben separar la propiedad de la compañía de su administración, delegando su autoridad en un directorio que los representa, el cual es elegido a través de votación en la junta de accionistas⁶. Este

¹ Ver Mathiesen (2002) y Dignam y Lowry (2006), para una discusión acerca de los diferentes aspectos del gobierno corporativo. Los Principios de Gobierno Corporativo de la OECD (2004) establecieron un estándar para la mayoría de los países en cuanto a códigos de buenas prácticas, mientras que la reforma legal en Estados Unidos, conocida como *Sarbanes-Oxley*, sirvió de ejemplo para muchas otras.

² Hart (1995) desarrolla un marco teórico para entender la estructura e implicancias de un gobierno corporativo. Se recomienda, además, la revisión conceptual y bibliográfica contenida en Shleifer y Vishny (1997), y la discusión respecto del rol de los accionistas en Zingales (1995). Lefort (2004) resume varios de los elementos esenciales en el contexto del caso chileno.

³ La creación de valor es un objetivo equivalente al de eficiencia económica y maximización del bienestar social, aun bajo circunstancias no ideales pero plausibles.

⁴ Ver Berle y Means (1932), Zingales (1997), Mathiesen (2002) y Dignam y Lowry, (2006) para una discusión de la optimalidad de la relación una acción-un voto. Un contra argumento respecto de la relación una acción-un voto es que en algunos casos, la existencia de series preferentes puede facilitar la acción del mercado por control (Rajan y Zingales, 1998).

⁵ Los estatutos de las empresas pueden estipular desviaciones respecto de esta regla, usualmente implementadas mediante la emisión de acciones preferentes.

⁶ El gobierno corporativo puede entenderse como un problema de un agente con múltiples principales, o bien como un problema de decisión colectiva con información incompleta y costos de transacción (es imposible juntar a todos los grupos de interés a negociar las reglas del Gobierno Corporativo) (Becht, Bolton y Roel, 2003). Según esto, las decisiones que toma el órgano legal, el directorio, contendrían un sesgo e importarían externalidades a quienes no participaron en la negociación de las reglas (Tirole, 2001 y Vives, 2000).

proceso de separación de la propiedad de los activos de su administración sería necesario para lograr eficiencia en la gestión y permitir que la empresa atraiga a inversionistas diversos, dispuestos a aportar capital que pueda ser transformado y especializado en la forma de activos que agreguen valor a la compañía⁷. Sin embargo, la separación entre la propiedad y la administración puede generar un problema de incentivos o problema de agencia vertical, en tanto los dueños delegan su autoridad en agentes cuyos incentivos no necesariamente coinciden con los suyos, siendo imposible establecer un contrato completo que regule la relación entre accionistas y la administración, que recae en el directorio, el cual a su vez delega ciertas facultades en la gerencia general.⁸

Por lo anterior, el directorio constituye una instancia clave del gobierno de la empresa, y en la mayoría de los marcos legales para las sociedades anónimas se estipula que el directorio es el principal órgano de administración de una empresa, que debe asumir la representación de los intereses de los accionistas y que los directores deben comprometerse a cumplir cabalmente los deberes de cuidado y lealtad hacia todos ellos. Esto es, los directores deben actuar informadamente con el cuidado y diligencia debida para impulsar la creación de valor en la empresa, y en todas sus decisiones el directorio debe actuar para el beneficio exclusivo del interés social.⁹

Los principios de gobierno corporativo enunciados por la Organización de Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD, 2004) indican que, entre otras funciones importantes, es responsabilidad del directorio nominar, dirigir y monitorear a la gerencia general¹⁰ que administra la compañía. Así, un aspecto importante de un buen gobierno corporativo es el control del conflicto de intereses entre la gerencia y los accionistas, el cual se logra mediante la separación de los procesos de gestión y monitoreo, a través de un directorio conformado por una fracción importante de directores independientes de la gerencia.¹¹

Una buena estructura de mecanismos internos de gobierno en la empresa debe en consecuencia procurar además, el flujo continuo de información, relevante y confiable¹², desde la gerencia general hacia el directorio, la junta de accionistas y el mercado. La implementación y administración de este flujo de información es, por lo tanto, clave.

Sin embargo, la calidad del gobierno de una empresa también depende de aspectos externos a la compañía como las leyes, regulaciones, y el grado de desarrollo del marco institucional y los mercados en los cuales la empresa se desenvuelve. Así, por ejemplo, las reformas a las leyes del mercado de capitales impactan la calidad del gobierno societario de las empresas al modificar los requerimientos legales a la gestión de los flujos de información, entre otros. Por otro lado, el desarrollo del mercado de capitales aumenta la liquidez de las acciones y contribuye a mejorar la calidad del procesamiento de la información por parte de los analistas. Además, mercados de factores más competitivos mejoran la posición negociadora de determinados factores, tales como la capacidad de gestión, y afectan la repartición de rentas en la empresa. Finalmente, un mercado activo por el control corporativo incentiva a los controladores a mejorar la gestión de las empresas.

⁷ Para minimizar el costo de atraer fondos para financiar inversiones, es deseable atraer tanto inversionistas patrimoniales (derechos residuales) como de cualquiera de las formas de endeudamiento.

⁸ Según Hart (1995), estas son las condiciones básicas que hacen necesaria la implementación de un gobierno corporativo en la empresa.

⁹ Ver título IV de la ley 18.046 de Sociedades Anónimas.

¹⁰ La delegación de facultades del directorio al gerente general implica una segunda fuente de conflicto potencial de intereses o problema de agencia vertical.

¹¹ Ver Fama y Jensen, (1983) y Fuller y Jensen, (2002). Urzúa (2006) provee una completa revisión bibliográfica al respecto. Para una revisión más en detalle de los factores que inciden en la composición del directorio, ver Hermalin y Weisbach, (1988).

¹² Esto debe atenuar los costos derivados de la asimetría de información inherentes al problema de agencia.

La teoría económica y la evidencia internacional sugieren que existe un delicado balance entre los diferentes mecanismos de gobierno corporativo.¹³ Así, cuando los mecanismos externos derivados de las regulaciones y el funcionamiento de los mercados se modifican, éstos afectan la estructura interna de gobierno corporativo de la compañía. En economías con baja protección legal a los inversionistas, por ejemplo, la mejor forma de protegerse puede ser eliminar el problema vertical de agencia, aumentando la concentración en la propiedad de la empresa, generando algún tipo de accionista controlador, pudiendo ser otra empresa, una familia, un banco o el Estado, quien ejerza un rol activo en la administración de la compañía. Esta solución de gobierno corporativo, aunque puede tener beneficios¹⁴, no está exenta de problemas. La existencia de un accionista controlador implica que los accionistas minoritarios, así como otros inversionistas y grupos de interés o *stakeholders*, se encuentran eventualmente expuestos a alguna forma del “problema horizontal de agencia”, en cuanto explícita o implícitamente delegan su autoridad en el controlador. La evidencia internacional indica que esta situación es la generalidad en la mayoría de las economías del mundo.¹⁵

Al igual que en la mayoría de los países, las empresas en Chile presentan una alta concentración de propiedad, en la que los accionistas controladores mantienen más de dos tercios de las acciones de las empresas y más del 70 por ciento de éstas están directa o indirectamente controladas por alguno de los más de 70 grupos económicos que operan en Chile. Generalmente, estos grupos controlan varias empresas a través de estructuras de propiedad del tipo piramidal, y en algunos casos con el uso de series accionarias con derechos preferentes de voto. Estos factores condicionan el gobierno corporativo de las empresas chilenas, introduciendo un potencial problema de agencia horizontal entre accionistas controladores y accionistas minoritarios, y afectando la composición y funcionamiento de los directorios de las sociedades anónimas chilenas.¹⁶

A pesar de esto, varias de las principales dimensiones del gobierno de las empresas privadas chilenas obtienen buenos puntajes en *ranking* realizados por estudios comparados internacionales, especialmente en materias como transparencia, entrega de información y mecanismos de protección a los accionistas minoritarios.¹⁷ En gran medida, el buen desempeño relativo de las empresas chilenas tiene relación con las reformas que Chile realizó en la década de los setenta y ochenta y que contribuyeron a mejorar el ambiente de negocios en Chile. Entre ellas destacan varias reformas al mercado de capitales y al sistema bancario, la reforma al sistema privado de fondos de pensiones y la reforma legal del año 2000, conocida como Ley de oferta pública de adquisición de acciones (OPA). Por otro lado, las mayores empresas chilenas fueron pioneras en la región en someterse a la legislación más exigente del mercado norteamericano luego de haber emitido ADRs.¹⁸

No obstante lo anterior, a juicio de los autores, las prácticas de gobierno corporativo en Chile pueden mejorarse al menos en tres aspectos. En primer lugar, sería conveniente modificar el actual equilibrio regulatorio impulsando prácticas de autorregulación en el mercado financiero y por parte de las empresas chilenas. En segundo lugar, a pesar de los *ranking* internacionales, al comparar la situación chilena con

¹³ Ver Hart, (1988) ; Shleifer y Vishny, (1997). Para el caso latinoamericano Chong y López-de-Silanes, (2007) presentan abundante evidencia.

¹⁴ Por ejemplo, la minimización del problema de agencia, la toma más eficiente de decisiones que aumentan el valor de la empresa, y la aplicación más efectiva de los conocimientos específicos del controlador en la empresa.

¹⁵ La Porta et al. (1999). Para el caso latinoamericano Chong y López-de-Silanes, (2007) presentan abundante evidencia.

¹⁶ Roe, (2004) distingue entre problema de agencia vertical y horizontal dependiendo de la estructura de propiedad de la compañía y de la identidad de quién ejerce el control de la misma.

¹⁷ Ver, por ejemplo, La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1996), Klapper y Love (2004), Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes y Shleifer (2008).

¹⁸ La Compañía de Teléfonos de Chile fue la primera empresa latinoamericana en emitir un ADR nivel III en 1990, pero la mayor parte de las colocaciones de ADR ocurrieron entre los años 1994-1996. En la actualidad 23 empresas chilenas transan sus acciones en el NYSE en la forma de ADR.

países más desarrollados, y con estándares nacionales e internacionales, resulta claro que en general es posible mejorar la calidad de la información de interés y los mecanismos mediante los cuales es entregada por las empresas chilenas al mercado. En tercer lugar, las empresas chilenas en general, todavía pueden hacer mucho por mejorar el funcionamiento de sus directorios y aprovechar de mejor forma las atribuciones de este importantísimo mecanismo de gobierno corporativo. Finalmente, a pesar de los esfuerzos regulatorios iniciados con la Ley de OPAs, la concentración de propiedad y control en las empresas chilenas no ha disminuido en los últimos 20 años. La evidencia internacional muestra que no hay una receta fácil para aumentar la profundidad del mercado de capitales e incentivar la desconcentración de la propiedad accionaria. En este sentido, la evidencia chilena parece demostrar que no es suficiente aumentar la protección a los accionistas minoritarios para desconcentrar la propiedad como plantea la hipótesis de La Porta, López-de-Silanes, y Shleifer (1999).

Este artículo resume los principales aspectos del gobierno corporativo de las empresas chilenas y, a la luz de la experiencia chilena e internacional, explora algunas áreas donde, en opinión de sus autores, es posible mejorar en aspectos regulatorios y de funcionamiento interno de las empresas.

La sección I describe el marco regulatorio del Gobierno Corporativo en Chile, y se hacen recomendaciones en especial respecto de la promoción de la auto-regulación, y de la calidad de la información. La sección II trata de la estructura de propiedad y control en Chile, se discute la relación entre concentración de propiedad y protección de accionistas minoritarios, así como el rol de los inversionistas institucionales, y se hacen diversas recomendaciones. La sección III trata de la estructura, composición y funcionamiento de los directorios en Chile. La sección IV, resume y concluye.

I. MARCO REGULATORIO DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN CHILE

Las leyes del Mercado de Valores y de Sociedades Anónimas forman el marco jurídico que rige a los mercados de capitales y las empresas en Chile. El cuerpo principal de ambas leyes fue escrito en 1981 y sufrió diversas reformas durante las siguientes dos décadas. Sin embargo, la primera reforma diseñada específicamente para el mejoramiento del gobierno corporativo en las empresas chilenas se produjo mediante la aprobación de la Ley. N° 19.705 del año 2000, mejor conocida como la ley de OPAs o del gobierno corporativo.

Tres entidades supervisan el funcionamiento de los mercados financieros y el cumplimiento del marco regulatorio en Chile: la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) y la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP). El Banco Central también participa activamente en el proceso regulador y de supervisión financiero del sistema, especialmente con respecto a transacciones en moneda extranjera y a participantes internacionales. En el tema del gobierno corporativo, la principal entidad supervisora es la SVS que fue creada en 1980 como una entidad pública autónoma que depende administrativamente del Ministerio de Hacienda, y con un Superintendente elegido por el Presidente de la República. La SVS regula a todos los emisores de valores, a las bolsas y sus corredores, a la industria de seguros, y a todos los participantes del mercado de capitales con la excepción de los bancos y las administradoras de fondos de pensiones.

Como se mencionó, la Ley de OPAs introdujo importantes cambios legislativos que buscaban mejorar las prácticas de gobierno corporativo de las empresas chilenas y, especialmente, normar el procedimiento formal en las operaciones que resultaran en un cambio en el controlador de una empresa. La reforma introdujo cambios en cinco áreas de la ley. Primero, se incorporó la exigencia de oferta pública de adquisición de acciones¹⁹ para las adquisiciones conducentes a un cambio en el control. Segundo, se aumentaron los requisitos de entrega de información para las sociedades anónimas abiertas, especialmente en el caso de operaciones con partes relacionadas. Tercero, se exigió a las sociedades

¹⁹ De allí la denominación OPAs dada comúnmente a la ley.

anónimas de mayor tamaño²⁰ la formación de un comité de directores formado por tres miembros del directorio, idealmente con una mayoría de miembros no relacionados con el accionista controlador. Este comité tendría varias atribuciones, una de ellas relacionada con el análisis de las transacciones con partes relacionadas. Cuarto, se aprobaron las operaciones de recompra de acciones por parte de las empresas para favorecer la emisión de opciones como parte de los paquetes de incentivos a los ejecutivos. Finalmente, la igualdad de tratamiento a los accionistas extranjeros fue garantizada por la ley, especialmente en materias relacionadas a procedimientos de votación.

La importancia del marco legal de los países en la determinación de la calidad de la protección a los inversionistas y de la estructura de gobierno corporativo de sus empresas fue destacada por La Porta, López-de-Silanes y Vishny (1998) y La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1997). En términos simples la hipótesis de estos autores es que el sistema legal afecta el grado de protección a los inversionistas, tanto accionistas como acreedores, y, por lo tanto, condiciona las estructuras de propiedad y control de las empresas, así como el desarrollo de los mercados de capitales. En particular, La Porta et al. (1998) encuentran que los sistemas legales de origen anglosajón tienden a proveer un mayor grado de protección a los inversionistas que sus contrapartes de la tradición civil francesa. Las principales conclusiones de estos autores son tres: Primero, las legislaciones en los países de tradición anglosajona presentan más normas que defienden explícitamente los derechos de los accionistas y acreedores. Segundo, en los países de tradición legal anglosajona las tasas de cumplimiento de la ley son mayores. Tercero, las empresas de los países con menor protección legal a los inversionistas presentan mayor concentración de propiedad.

Por otro lado, a partir del análisis del efecto de los sistemas legales sobre el gobierno corporativo se han explorado otras dimensiones que caracterizan el marco regulatorio en el cual se desenvuelven las empresas y condicionan sus estructuras de gobierno corporativo. Uno de estos aspectos dice relación con el equilibrio entre regulación y auto-regulación. En este sentido, diversos estudios postulan que la mayor flexibilidad del sistema legal anglo-sajón favorece la autorregulación en las empresas y el mercado de capitales. La razón para esto es que los sistemas basados en la jurisprudencia facilitan que los inversionistas consigan compensación en tribunales frente a daños causados por las empresas. Esto permite, por ejemplo, que los sistemas legales establezcan normas más generales que puedan ser cumplidas mediante una más amplia gama de estatutos de las empresas; de esta manera, a través de una aplicación más flexible de la ley a nivel de las empresas, éstas implementan contratos específicos con sus inversionistas que podrían hacerse cargo de situaciones particulares de cada una. En otras palabras, cada empresa ofrece el marco de gobierno corporativo que le acomoda para atraer inversionistas, y éstos valoran cada contrato en su mérito. Si la empresa no cumple lo prometido, los inversionistas podrán buscar compensación en los tribunales.²¹

Aunque el sistema legislativo chileno sigue la tradición de la ley civil francesa, la Ley del mercado de valores, la Ley de sociedades anónimas y sus reformas posteriores, así como la mencionada Ley de OPAs, fueron escritas usando como referencia sus homólogas en países de tradición anglosajona, como Estados Unidos e Inglaterra. Puesto que los sistemas legislativo y judicial chilenos no tienen la flexibilidad de una judicatura bajo el sistema anglosajón, esta situación genera una cierta tensión entre el espíritu de la ley y su aplicación, que, entre otras cosas, genera muy pocos espacios para las prácticas auto-regulatorias por parte de las empresas y otras instituciones privadas. Sumado a lo anterior, las diferencias entre Chile y los países anglosajones en los niveles de concentración de la propiedad y la liquidez del mercado hacen que, pese a los esfuerzos regulatorios, estas diferencias se reflejen en forma importante en los mecanismos externos de gobierno corporativo.

²⁰ Patrimonio Bursátil superior a 1.500.000 Unidades de Fomento (UF), es decir del orden de 57 millones de dólares.

²¹ Ver, por ejemplo, Mach, Schnyder, David and Luepold (2007).

Así, en Chile, las regulaciones son impuestas por las autoridades competentes en la tradición de la ley civil. A modo de ejemplo, por ley, las sociedades anónimas abiertas deben primero inscribirse en el Registro de Valores de la SVS, luego inscribirse (listarse) voluntariamente en las Bolsas de Valores, y con estos requisitos cumplidos, transar sus acciones. Es interesante notar que, al momento de transar sus acciones en bolsa por primera vez las empresas deban ofrecer al menos el 10 por ciento de sus acciones. Además, una vez inscritas en el registro de valores de la SVS, las empresas deben proporcionar toda la información relevante a este organismo de manera oportuna y presentar estados financieros trimestrales, y auditados externamente en diciembre. Las bolsas de valores no pueden negar a una empresa del Registro de Valores su derecho a listarse, ni imponer requisitos adicionales a los exigidos por la ley a las compañías que hayan decidido listarse. Las bolsas, sin embargo, pueden suspender las transacciones de una acción si existen indicios de la existencia de información relevante no revelada al mercado o bien si el precio de mercado sufre fluctuaciones importantes sin causa aparente.

A. *Impulsar la autorregulación*

Desde el punto de vista del gobierno corporativo hay (al menos) dos roles principales para la autorregulación. Por un lado, las bolsas de valores pueden cumplir un importante rol contribuyendo a disminuir la asimetría de información entre emisores de valores (empresas) e inversionistas.²² Esta función incluiría información a los inversionistas, y en lo que corresponda a las empresas y al mercado, de los siguientes aspectos específicos, que deberían ser considerados en la normativa asumida por cada bolsa de valores: (i) requisitos para el listado de empresas;²³ (ii) requisitos para la transacción de títulos; (iii) cumplimiento en el tiempo de requisitos de listado y transacción; y (iv) información relevante de precios. Estos requerimientos tienen el objetivo común de garantizar a los inversionistas que las empresas listadas en una bolsa cumplen con ciertos mínimos en aspectos relevantes para todos los agentes del mercado. Además, las empresas deben cumplir requisitos similares en el tiempo que incluyen, entre otros, indicadores de liquidez accionaria y de volúmenes transados para permanecer listadas en las bolsas respectivas. El incumplimiento de estos requisitos, así como cualquier otra actitud de la empresa que haga sospechar que está manipulando precios u ocultando información relevante al mercado, puede llevar a la inmediata suspensión de transacciones o a que la empresa sea des-listada. Para las bolsas, el costo de una mala implementación de sus facultades de autorregulación sería un daño a la reputación y la pérdida de competitividad con sus clientes²⁴.

Estas funciones no son realizadas por las bolsas chilenas, puesto que la actual legislación requiere que las bolsas acepten listar a cualquier sociedad anónima abierta que se encuentre inscrita en el Registro Nacional de Valores (RNV).²⁵ La falta de un rol de las bolsas chilenas en esta importante función reguladora se encuentra en clara oposición con la tendencia mundial de contribuir a la mejora de los gobiernos corporativos y a la protección a los inversionistas a través de mecanismos privados de regulación.

Por otro lado, las propias empresas pueden contribuir significativamente a mejorar las prácticas de gobierno corporativo a través de la autorregulación. La lógica detrás de esta idea es que, dado que es de

²² En Estados Unidos, por ejemplo, las bolsas han cumplido un importante rol en este sentido, debido a que el *Securities Exchange Commission* (SEC) no tenía atribuciones para dictar las prácticas de gobierno corporativo de las empresas. La Ley Sarbanes-Oxley modificó este tradicional equilibrio entregándole más atribuciones al SEC.

²³ Por ejemplo, la Bolsa de Nueva York (NYSE) exige estándares mínimos en dispersión de propiedad, tamaño, gobierno corporativo y en medidas financieras cuantitativas.

²⁴ Para evitar la exclusión de empresas e inversionistas, lo que atenta contra la completitud y profundidad de los mercados, se debe fomentar junto a la auto-regulación, la creación de más bolsas que impongan sus requisitos y los cumplan, y que puedan acceder a segmentos no atendidos.

²⁵ Un ejemplo de esta situación se dio en 1989 cuando la Bolsa Electrónica de Chile, tras su fundación, decidió listar en su mercado a todas las empresas del RNV aún cuando éstas no lo hubieran solicitado.

interés de las propias empresas captar fondos de los inversionistas al menor costo posible, éstas tienen incentivos para mejorar su gobierno corporativo más allá de lo exigido por la ley. Así, por ejemplo, el estudio realizado por el Centro para el Gobierno de la Empresa y *Spencer Stuart* durante los años 2006-2007 muestra que, considerando a las cien principales sociedades anónimas listadas en las bolsas chilenas, prácticamente una de cada cuatro ha elaborado recientemente su propio código de ética o gobierno corporativo. A lo anterior se suma la tendencia, previamente descrita, mostrada por los accionistas controladores de las empresas chilenas de incrementar el número de directores profesionales elegidos con sus propios votos.

En cualquier caso, el fomento de la autorregulación requiere un adecuado marco legal, que enuncie los principios fundamentales, y se encuentre complementado por normativa específica emanada desde la SVS. En un contexto así, las empresas se hacen responsables de determinar la mejor forma de lograr el cumplimiento de los principios establecidos en la ley así como en sus propios códigos internos. Un paso en esa dirección fue dado el año 2008 por la SVS al emitir la Norma de Carácter General N° 211, la cual instruye a las empresas para que confeccionen manuales propios de manejo y difusión de la información de interés para el mercado.

Además, un marco legal con estas características evitaría tener que revisar y reformar con tan alta periodicidad las leyes de sociedades anónimas y del mercado de valores, de la forma en que ha ocurrido en Chile en los últimos años. Lo anterior no es conveniente para las empresas ni para el mercado pues supone pasar continuamente por la incertidumbre asociada a estos procesos de reforma.

Sin embargo, transitar hacia un gobierno corporativo más efectivo basado en un reforzamiento de la autorregulación y de las facultades normativas y supervisoras de la SVS requiere una revisión profunda de la institucionalidad de la SVS. En particular, la SVS debería transformarse en una Comisión de Valores, dirigida por un consejo autónomo formado por personas con conocimiento del mercado, elegidas mediante un sistema que garantice su autonomía e independencia respecto de intereses específicos.

B. Mejorar la calidad de la información

La transparencia es reconocida como un elemento esencial del buen gobierno de las sociedades anónimas y un requisito para el buen funcionamiento del mercado de capitales. En términos generales, las exigencias que las leyes chilenas establecen en relación con la entrega oportuna de información financiera u otra información esencial al mercado, así como respecto de estructuras de propiedad, potenciales conflictos de interés y otras materias, se encuentran entre las más completas de la región. Además, en materias relacionadas con la entrega de información al mercado, el grado de cumplimiento formal de la legislación vigente por parte de las empresas, sus ejecutivos y directores es muy alto, y prácticamente no hay infracciones sancionadas en estas materias.

No obstante lo anterior, existen al menos tres aspectos relacionados con la transparencia y el manejo de la información en los cuales es posible mejorar. En primer lugar, la calidad de la información entregada oficialmente por las empresas en relación con los hechos esenciales que deben ser informados al mercado y a la SVS es menos completa o acabada si se la compara con la información entregada por las empresas chilenas listadas en Nueva York a la SVS y al SEC. Es decir, aunque las empresas tienden a cumplir con informar oportunamente las materias que constituyen hechos esenciales, el contenido de la información entregada no permite, en general, formarse una opinión cabal respecto de las negociaciones, consideraciones u otros detalles que son parte integral de la información. Debido a que es difícil calificar la calidad de la información entregada, los *ranking* internacionales tienden a fijarse en consideraciones formales, por lo cual no es extraño que las empresas chilenas tiendan a ser bien consideradas. En segundo lugar, evidencia empírica reciente indica que en el mercado de capitales chileno existen niveles de anticipación a los anuncios corporativos, en el sentido que los precios de mercado reaccionan días antes de la fecha en la cual la información se hace pública; dicha anticipación es inferior a lo que se

observa en otros países latinoamericanos, en algunos casos comparable a lo que se observa en Estados Unidos, y ha disminuido en los últimos años.²⁶ Al respecto, recientemente la SVS se ha hecho parte en varios casos relacionados con transacciones realizadas por personas que, podría presumirse, tenían acceso a información privilegiada. Es esperable que este mayor celo por parte del ente regulador tenga consecuencias en la apreciación que el mercado tiene de las prácticas que contravienen el principio de no transar con información privilegiada. En tercer lugar, pocas empresas chilenas listadas en bolsa tienen políticas eficaces de manejo y difusión oportuna de información de interés para el mercado. Por ejemplo, sólo algunas empresas utilizan activamente medios masivos como Internet para informar al mercado.

Respecto de estos últimos aspectos, las últimas iniciativas legislativas podrían significar un paso adelante, en la medida que se permita a las empresas, bajo la supervisión de la SVS, definir sus propios estándares de calidad y uso de información de interés al mercado.²⁷

II. ESTRUCTURAS DE PROPIEDAD Y CONTROL EN CHILE

Al igual que en la mayoría de los países, las empresas listadas en bolsa en Chile, presentan una alta concentración de propiedad y gran parte de ellas está directa o indirectamente controlada por uno de numerosos grupos económicos.²⁸ Generalmente, estos grupos controlan varias empresas a través de estructuras de propiedad piramidal o series accionarias con derechos preferentes de voto. Estos factores condicionan claramente el funcionamiento de los mecanismos internos del gobierno corporativo de las empresas chilenas y el diseño y efectividad de los mecanismos externos incluyendo el marco legal.

Una simple medida de concentración de propiedad se obtiene mirando los porcentajes de acciones que poseen los mayores accionistas de un grupo de empresas. En Chile, el mayor accionista de las empresas no financieras listadas en bolsa posee en promedio el 55 por ciento de las acciones, mientras que los cinco mayores accionistas suman el 80 por ciento del total de acciones.²⁹ Estos altos niveles de concentración de propiedad implican claramente que en las empresas chilenas el control corporativo es ejercido por un reducido número de accionistas. Por esta razón, una de las principales preocupaciones en relación con el gobierno corporativo en Chile, es la posible divergencia de intereses entre accionistas controladores y minoritarios. Es decir, entre los accionistas que simplemente aportan capital (accionistas pasivos) y quienes, además, ejercen el control (accionistas activos).

El problema de agencia horizontal resultante, discutido inicialmente en Jensen y Meckling (1976) y más formalmente en Roe (2004), se origina debido a que los accionistas controladores asumen sólo parcialmente el costo de sus decisiones. La diferencia de intereses o conflicto de agencia horizontal tiende a aumentar por el uso de estructuras, como las pirámides y acciones con derechos políticos

²⁶ Ver Cruces (2009).

²⁷ Como se indicó anteriormente, la Norma de Carácter General N° 211 emitida recientemente por la SVS instruye a las empresas para que confeccionen manuales propios de manejo y difusión de la información de interés para el mercado. Además, el proyecto de ley que introduce perfeccionamientos a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas (Boletín N° 5301-05, 19 de mayo de 2008), introduce mayores requerimientos a las empresas emisoras de valores en relación con la confección de políticas internas de manejo de información privilegiada, difusión de información de interés y restricciones a las transacciones de valores efectuadas por los directores, ejecutivos y sus personas relacionadas.

²⁸ Un grupo económico es un grupo de empresas ligadas una a otra a través de relaciones de propiedad y controladas por una familia local, un grupo de inversionistas actuando en conjunto o, como ha ocurrido recientemente, por una compañía extranjera. Para una discusión acerca de los grupos económicos ver Lefort y Walker (2000, 2007).

²⁹ Esta evidencia probablemente subestima la concentración de propiedad efectiva por dos razones. Por un lado, las grandes empresas consideradas en la muestra tienden a estar menos concentradas que las empresas más pequeñas, y por otro, generalmente una gran parte de los cinco mayores accionistas representan, de hecho, al mismo propietario final. Ver Lefort y Walker (2000).

preferentes, diseñadas para retener el control de la empresa aumentando la proporción del financiamiento provisto por los accionistas minoritarios.

Otra fuente potencial de conflicto de interés existe en el caso de los grupos económicos. En ese caso, el origen del conflicto se encuentra en la diferencia de percepción del límite de la empresa entre accionistas controladores y accionistas minoritarios.³⁰ Mientras para los primeros el límite de la empresa tiende a abarcar las diferentes sociedades controladas por el grupo económico, y por eso es más difuso, para los accionistas minoritarios de una empresa particular del grupo, lo pertinente es la generación de utilidades sólo en la empresa de la cual son accionistas³¹. En este contexto, un buen gobierno corporativo consideraría los límites legales de la empresa y aseguraría que todas las transacciones con partes relacionadas se hicieran a precio de mercado y para el beneficio de todos los accionistas de la empresa.

Lefort y Walker (2000, 2007) muestran que el 68 por ciento de las empresas chilenas no financieras listadas en bolsa están controladas por alguno de los aproximadamente 50 grupos económicos, representando el 91 por ciento de sus activos. Estructuralmente, los grupos económicos chilenos son relativamente simples. La forma mas común de separar los derechos de voto de los derechos sobre los flujos de caja es a través de simples estructuras de pirámide, con algo más de un tercio de las compañías listadas, controladas por grupos económicos, situándose en los niveles 2 y 3 de las estructuras piramidales.

Otras formas de separar los derechos políticos de los derechos sobre los flujos de caja son la emisión de diferentes series de acciones, con derecho a voto diferenciado, y a través de la propiedad cruzada. En Chile, sólo el 7,5 por ciento de las empresas tiene acciones de clase dual y la propiedad cruzada está prohibida por ley. Sin embargo, a pesar del uso de estas estructuras, los accionistas controladores en Chile aportan una fracción muy importante del financiamiento de sus empresas, lo cual, de alguna manera, indica que el potencial problema de agencia horizontal puede no ser importante. Efectivamente, aunque los controladores de las empresas chilenas tienden a separar sus derechos de voto de sus derechos de flujo de caja a través del uso de las pirámides, generalmente mantienen mayor capital que el estrictamente necesario para el control. De hecho, el 57 por ciento del capital consolidado es directa o indirectamente propiedad de los controladores.

La identidad de los accionistas controladores ha cambiado durante las últimas décadas. Aunque las familias locales todavía son importantes, la propiedad y el control de compañías locales emblemáticas ha sido transferido a equipos de ejecutivos y a compañías extranjeras, a través de diversas OPAs, fusiones y adquisiciones.³² Además, durante los últimos 15 años 25 de las mayores empresas chilenas han sido listadas en las bolsas norteamericanas a través del mecanismo de ADR. Estos procesos de internacionalización de las empresas chilenas han tenido importantes efectos sobre las prácticas de gobierno corporativo en Chile.

Por otro lado, a pesar de la privatización masiva de compañías estatales ocurrida durante los años setenta y ochenta, el Estado aún es un importante accionista en más de 25 empresas públicas en los sectores minería, transporte, portuario y sanitario. Aparentemente, la forma dada al proceso de privatización moldeó en forma importante la configuración de las estructuras de propiedad y control de las compañías privatizadas. Por su parte, el gobierno corporativo de las empresas públicas enfrenta desafíos aun mayores que empresas privadas. El origen del problema es que los dueños de las empresas públicas, en este caso “todos los chilenos”, delegan su autoridad en representantes de sus intereses a través de múltiples instancias que involucran dimensiones políticas y económicas. En la práctica, esto implica que no siempre los intereses de quienes finalmente gestionan estas empresas se encuentren alineados con los intereses de sus dueños finales.

³⁰ Para una discusión respecto de los límites a la empresa y sus implicancias para el gobierno corporativo ver Murphy (1999).

³¹ Esto podría ser ineficiente en presencia de sinergias con otras compañías del grupo.

³² Ver Lefort (2004) para el caso chileno y Chong y López-de-Silanes (2007) para América Latina.

A. *Concentración de propiedad y protección a los inversionistas*

Desde La Porta et al. (1997), la alta concentración de propiedad en las empresas ha sido vista, por un lado, como una consecuencia del bajo grado de protección a los accionistas minoritarios y, por otro, como una de las importantes causas del bajo grado de desarrollo del mercado de capitales. De alguna manera, se ha establecido el paradigma que para lograr el desarrollo de un país es deseable la gradual desconcentración de la propiedad de sus empresas, convergiendo hacia el prototipo de la corporación norteamericana. En teoría, las empresas de propiedad desconcentrada gozarían de la ventaja que sus accionistas diversificados no requieren ser compensados por los riesgos idiosincráticos asumidos por la empresa, lo cual permite a ésta financiarse a un menor costo aumentando su valor. Los países cuyas empresas presentan alta concentración de propiedad estarían, en cierta forma, condenados a ser menos competitivos, crear menos riqueza y a tener un mercado de capitales pequeño y poco líquido.

Sin embargo, los recientes escándalos de gobierno corporativo en Estados Unidos como *ENRON* y *World Com*, entre otros, han mostrado la cara oscura de la corporación *Berle y Means*. Estas situaciones muestran que cuando la propiedad accionaria es muy dispersa, el problema de agencia vertical puede ser tan extremo que termine destruyendo a la empresa. En contraste, en las empresas chilenas, los accionistas controladores ejercen un férreo control de la gestión de la empresa que puede ser imprescindible para asegurar la sustentabilidad y el desarrollo de la compañía en un contexto de alta volatilidad, y mercados poco desarrollados, en presencia de especialización, reputación, y conocimiento específico, acumulados en el accionista controlador. De alguna forma, la experiencia en países en desarrollo muestra que puede haber algo de verdad en el popular dicho “a la vista del dueño engorda el rebaño”.

Desde el punto de vista de economía política, la pregunta que cabe hacerse es si conviene fomentar la desconcentración, y de ser así, si se puede acelerar el proceso de transición desde empresas de propiedad concentrada hacia empresas de propiedad más difusa. La hipótesis de La Porta et al. (1998) es que el sistema legal imperante en un país condiciona la calidad de la protección a los inversionistas y, por lo tanto, el grado de concentración de la propiedad. En consecuencia, en Chile, al igual que en otros países de la región, se ha buscado mejorar el marco regulatorio del gobierno corporativo de las sociedades anónimas privadas e incrementar la protección a los inversionistas buscando romper esta trampa del subdesarrollo del mercado de capitales. Así, por ejemplo, el principal objetivo de la Ley de OPAs era incrementar la protección a los accionistas minoritarios. De esta manera, se mejoraría el gobierno corporativo y aumentaría la confianza de los inversionistas minoritarios en Chile, lo cual llevaría a una disminución de la concentración de la propiedad en nuestras empresas y a un mercado de capitales más profundo. La experiencia de aplicación de esta ley muestra que los esfuerzos regulatorios muchas veces producen resultados decepcionantes o, a lo menos, no previstos por el regulador. A pesar de los esfuerzos regulatorios iniciados con la Ley de OPAs, la concentración de propiedad y control en Chile no ha disminuido en los últimos 20 años. De hecho, Lefort y Walker (2007) y Morales (2009) muestran que la concentración de propiedad en Chile aumentó después de la aprobación de la Ley de OPAs. Aunque la evidencia no es concluyente, una hipótesis para este fenómeno es que el aumento en la concentración de la propiedad se produjo especialmente en el caso de las empresas cuyo controlador tenía alrededor del 60 por ciento del poder de voto de la empresa. En esos casos se observó una tendencia a incrementar la concentración del poder de voto y, en consecuencia de la propiedad, para alcanzar los dos tercios que la nueva ley exigía como quórum para la aprobación de las decisiones más importantes en las empresas.

Otro elemento que todavía no entendemos a cabalidad del proceso de transición hacia la teóricamente deseable empresa de propiedad difusa, es que la estructura de propiedad y control de las empresas de distintos países de América Latina difiere menos de lo que se podría predecir, por una parte de los

diferentes esfuerzos realizados por esos países en relación con el gobierno corporativo de sus empresas y por otra parte del disímil grado de desarrollo de sus respectivos mercados de capitales.

Lo anterior pone en evidencia fuerzas contrapuestas. Por un lado, la “sobre regulación” en la protección de los accionistas minoritarios puede llevar a perpetuar una situación en la cual los accionistas controladores aseguren el control de sus empresas, para evitar los costos que la legislación y los accionistas minoritarios les causarían. Las desventajas de esa situación son, obviamente, la poca liquidez accionaria, la falta de profundidad del mercado de capitales y la menor disponibilidad de alternativas de inversión. Alternativamente, se puede permitir que los accionistas controladores busquen un equilibrio basado en la “autorregulación” dando un mayor acceso a otros inversionistas sin sentirse amenazados por ello. El riesgo es que pudieren existir más casos en los cuales los accionistas controladores puedan beneficiarse ex-post a expensas de los accionistas minoritarios.

En todo caso se debe reconocer que, tanto las estructuras de propiedad y de financiamiento como de control corporativo, dependen de la etapa de desarrollo en que se encuentre cada empresa. En efecto, supongamos una empresa que va a empezar sus operaciones con la propiedad fraccionada. Surgen las siguientes preguntas: ¿quién la maneja? ¿Quién conoce el mercado y tiene el empuje emprendedor inicial? Las respuestas a esto no están completamente desarrolladas en la literatura, pero sí hay bastante consenso en la dependencia antes mencionada.

B. Inversionistas Institucionales

Al analizar la estructura de propiedad y control de las empresas chilenas no puede dejarse de lado el importante rol que los inversionistas institucionales, en particular los fondos de pensión, han jugado en el gobierno corporativo de las empresas en Chile. La temprana reforma a los fondos de pensión en Chile, que fue seguida por reformas en Argentina, Colombia, Perú, México y diversos otros países, significó la aparición de una nueva clase de proveedores de capital en la región. Adicionalmente a esto, la reforma de pensiones requirió reformas a las leyes del mercado de capitales y de sociedades anónimas, las cuales han ayudado a proteger los intereses de los accionistas minoritarios.³³

En particular, el sistema de fondos de pensiones privados ha afectado positivamente el gobierno corporativo de las empresas chilenas a través de tres canales. En primer lugar, la reforma al sistema de pensiones ha originado reformas al sistema legal y de supervisión en el cual se desenvuelven las empresas, mejorando los mecanismos regulatorios externos de gobierno corporativo. En segundo lugar, el crecimiento de los fondos y del monto de sus transacciones en el mercado de capitales ha aumentado la liquidez del mercado de capitales, la profesionalización de los intermediarios financieros y ha incrementado la adopción de tecnologías más avanzadas y costo-eficientes de transacción, mejorando los mecanismos externos privados del gobierno corporativo de las empresas chilenas. Por último, la acción directa de monitoreo e intervención de los Administradores de Fondos de Pensiones (AFP) ejerciendo sus derechos como accionistas minoritarios y/o tenedores de bonos ha tenido efectos importantes evitando perjuicios a inversionistas “indefensos” en determinados casos, con lo que se puede esperar que hayan contribuido a mejorar los mecanismos internos de gobierno societario de las empresas.³⁴

En la práctica, los fondos de pensiones son los inversionistas minoritarios más relevantes del mercado, no sólo debido al tamaño de los paquetes accionarios que poseen, sino también por el efecto que sus decisiones pueden tener en la opinión pública. La evidencia empírica muestra que la acción de monitoreo de las inversiones de los fondos de pensiones en las empresas contribuye a mejorar el gobierno

³³ Walker y Lefort (2002) dan varios ejemplos que indican que la reforma al sistema de pensiones se relaciona con la acumulación de “capital institucional”, creando un marco legal mas dinámico, aumentando la especialización, innovación, transparencia y equidad de los mercados de capital, y mejorando las prácticas de gobierno corporativo. También presentan evidencia estadística consistente con la hipótesis que la reforma de fondos de pensión reduce el costo de capital de la empresa, reduce la volatilidad de precios y aumenta los volúmenes transaccionales.

³⁴ Ver Lefort (2008).

corporativo de éstas, reduciendo su costo de capital. En particular, Lefort y Walker (2007) analizan una muestra de 170 empresas grandes no financieras listadas en la bolsa chilena durante el período 1990 al 2004. De éstas, un 30 por ciento aproximadamente recibe inversiones significativas de parte de los fondos de pensiones. El estudio muestra que controlando estadísticamente por las diferentes características de las empresas, las acciones de las empresas en las cuales las AFP invierten valen un 14 por ciento más que las de aquellas en las cuales las AFP no invierten.

Probablemente, el principal aporte de los inversionistas institucionales en el gobierno corporativo de las empresas chilenas tiene relación con la labor de monitoreo y negociación que las AFP realizan para resguardar sus propios intereses como inversionistas. Lefort (2008) describe y analiza más de 40 intervenciones de las AFP conducentes a mejorar las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades anónimas chilenas. Éstas incluyen acciones específicas tomadas por las Administradoras en el ejercicio de sus derechos como accionistas o tenedores de bonos, conducentes a modificar los términos de una operación societaria que podría perjudicar los intereses del fondo. A través de estas intervenciones las AFP han contribuido a proteger los derechos de los accionistas minoritarios al menos promoviendo cambios regulatorios, contribuyendo con esto a generar un ambiente propicio al mejor gobierno corporativo de las empresas chilenas.

A modo de ejemplo, las AFP lograron que ENDESA España modificara los términos de la adquisición del control de ENDESA Chile. Asimismo, las AFP consideraron que el precio ofrecido por Terra para adquirir Telefónica Net estaba por debajo del valor aceptable de mercado. Algo similar ocurrió cuando las AFP lograron modificar los términos de la transacción entre Telefónica CTC y su empresa relacionada Telefónica Móviles S.A.³⁵

Por otro lado, últimamente las AFP han incorporado como práctica común, el plantear a la junta de accionistas o a la administración de la empresa su preferencia por la implementación de políticas generales conducentes a mejorar algunos aspectos de la calidad del gobierno corporativo y, por lo tanto, que fomenten la creación sustentable de valor económico en la empresa. Entre éstos se destacan la política de remuneraciones del directorio y la política de rotación de los auditores.

Además, las AFP han adquirido el 45 por ciento de los bonos emitidos por las empresas chilenas.³⁶ Aunque habitualmente los análisis de gobierno corporativo concentran su atención en la junta de accionistas y en el directorio, hay diversos aspectos relacionados con el proceso de emisión de deuda y el respeto a los derechos de los acreedores que son cruciales en el contexto de un buen gobierno societario.

III. LOS DIRECTORIOS DE LAS EMPRESAS CHILENAS

Exceptuando aquellas materias sociales que son de exclusiva competencia de la junta de accionistas, el Directorio es la principal instancia del gobierno de la empresa. Los directores deben ejercer la administración de la compañía en representación de todos los accionistas y sus decisiones deben buscar la creación sustentable de valor en la empresa. Como se discutió anteriormente, una característica esencial de la sociedad anónima es la representatividad de los accionistas en la junta, y la aprobación de las principales decisiones por mayoría simple o bien por quórum calificado. El acuerdo general en términos de buenas prácticas de gobierno corporativo es que la representatividad en junta siga el principio de una acción un voto.³⁷ Esto es especialmente importante en el caso de la elección de directorios. Sin embargo, en Chile, al igual que en otros países, se permite que los estatutos de las sociedades anónimas establezcan desviaciones respecto de esta regla. De hecho, en algunas empresas

³⁵ Ver Lefort (2008) y Lefort y Wigodski (2007).

³⁶ Del total restante, las Compañías de Seguros de vida compran la mayor parte. Esta industria vende rentas vitalicias y también es consecuencia de la reforma al sistema de pensiones de 1981.

³⁷ Ver los Principios de Gobierno Corporativo de la OECD (2004).

como Soquimich y CTC Telefónica Chile, existen series accionarias con derecho a voto diferenciado, precisamente, en la elección del directorio. No obstante, esta situación es la excepción y no la regla.³⁸

Por otro lado, el sistema de votación en Chile permite la acumulación de votos en un candidato y, por lo tanto, se tiende a maximizar la probabilidad de que los accionistas minoritarios puedan usar sus votos para elegir un representante en el directorio. A pesar de lo anterior, debido a la alta concentración de propiedad en las empresas chilenas, la gran mayoría de los directores de las sociedades anónimas son elegidos con los votos de los accionistas controladores. Este efecto se amplifica por el uso de las estructuras piramidales y, cuando existen, con las series preferentes. Por lo anterior, en la casi totalidad de los directorios chilenos, la mayoría de los directores son personas estrechamente relacionadas con el grupo controlador de la empresa.

Aunque la concentración de propiedad es la generalidad en las empresas en países emergentes, es claramente diferente a lo que se observa en las empresas norteamericanas donde la propiedad es difusa.³⁹ En dichas empresas, los directores son propuestos por el ejecutivo principal de la empresa a sus numerosos accionistas, los cuales generalmente tienden a aprobar esta proposición. Así, la composición del directorio refleja la naturaleza del potencial problema de agencia (vertical) que tiene la empresa como se discutió anteriormente. En Chile, la dirección de la empresa es realizada por el accionista mayoritario a través de personas de su confianza, mientras que en Estados Unidos la dirección es ejercida por el principal ejecutivo apoyado por personas que él o ella han seleccionado. La principal diferencia es que en Chile el accionista controlador tiene influencia directa como accionista, en la maximización del valor de la empresa.

En general, las mejores prácticas de gobierno corporativo recomiendan que los directorios estén formados por personas que combinen habilidades, formación y experiencias que contribuyan, en su conjunto, a la buena marcha de la empresa.⁴⁰ Además, los directores deben poder tomar decisiones en forma independiente, basados en su buen juicio respecto de cómo satisfacer el interés social. Por lo anterior, en los últimos años se ha puesto énfasis en la importancia de la presencia de directores independientes. Como se vio anteriormente, la independencia de los directores se define en relación con quien ejerce directamente la gestión de la empresa. En el caso chileno, la presunción obvia es que ésta es realizada directa o indirectamente por los accionistas mayoritarios, de ahí la denominación de accionista controlador y, por lo tanto, la independencia del director se establece con respecto de éste. De hecho, la Ley de sociedades anónimas establece que son directores independientes aquellos que no requirieron de los votos del controlador para ser elegidos.⁴¹

La composición y el funcionamiento de los directorios en Chile ha sido parcialmente estudiada en los últimos años. Un estudio acerca de las prácticas de gobierno corporativo en las empresas chilenas conducido por el Centro para el Gobierno de la Empresa y *Spencer-Stuart* el año 2006, analiza aspectos relacionados con el funcionamiento de los directorios de las 100 principales sociedades anónimas chilenas. El estudio muestra que, en promedio, estas empresas tienen 7,5 directores, de los cuales dos son elegidos por los accionistas minoritarios y son, por consiguiente, considerados independientes de

³⁸ Walker y Lefort (2002) argumentan que esto se debe a que, al menos inicialmente, las AFP enfrentaban restricciones para invertir en acciones desfavorecidas en su derecho a voto.

³⁹ Ver La Porta . (1999) y Claessens, Djankov y Klapper (2000).

⁴⁰ Ver Principios de Gobierno Corporativo de la OECD.

⁴¹ Hillman y Dalziel (2003) recomiendan que un directorio presente un equilibrio adecuado entre miembros independientes y no-independientes para proporcionar capacidades de supervisión y recursos estratégicos a la compañía. La SEC distingue entre directores no-independientes y afiliados. Mientras que un miembro no-independiente es una persona relacionada con la compañía a través de un trabajo o una relación de negocios material como proveedor o competidor, un miembro afiliado es un accionista importante de la compañía, un accionista que controla o una persona relacionada con el accionista que controla la compañía. Sin embargo, en Chile, debido al involucramiento de los accionistas controladores en la gestión de la empresa, la diferencia entre ambas definiciones es menos precisa.

acuerdo con la Ley de sociedades anónimas. Adicionalmente, los accionistas controladores de estas empresas eligen, en promedio, un director al cual ellos consideran independiente aun cuando haya sido elegido con sus votos.

Es difícil apreciar formalmente la dinámica de funcionamiento de los directorios de las empresas chilenas. Sin embargo, el estudio del Centro para el Gobierno de la Empresa y *Spencer-Stuart* permite obtener algunas conclusiones. En primer lugar, en promedio en las empresas analizadas, más de dos tercios de los directores son, además, directores o ejecutivos de otras empresas del mismo grupo económico. De alguna manera, esto significa que los directorios en Chile reflejan una realidad en la cual los límites a la empresa no están completamente definidos, por cuanto se sobreponen eventualmente con los intereses del grupo controlador. En segundo lugar, el estudio muestra una tendencia al uso de comités específicos por parte de los directorios. En particular, el 65 por ciento de las empresas de la muestra tiene el comité de directores que requiere la ley y 40 por ciento del total tiene, además, otros comités en funcionamiento, como el comité de compensación, auditoría u otros. Finalmente, los procesos de evaluación y auto-evaluación del directorio son poco frecuentes en los directorios chilenos.

Del análisis anterior se desprende que la dinámica de los directorios de las empresas en Chile está fuertemente condicionada por el involucramiento de los accionistas controladores en la gestión de la empresa a través de su participación en el propio directorio. Un problema importante asociado a esta situación, es que se genere una dinámica de directorio similar a la de un consejo asesor del accionista controlador. Debido a esto es recomendable la participación de directores profesionales elegidos con los votos de los accionistas controladores, pero que tengan pocos vínculos profesionales o familiares con los accionistas controladores.

Sin embargo, tal como se explicó, en la mayoría de las principales empresas chilenas, los accionistas minoritarios eligen al menos un director independiente. Además, en general, los únicos accionistas minoritarios importantes son inversionistas institucionales tanto nacionales como internacionales. Es decir, fondos de pensiones, fondos mutuos, compañías de seguros y fondos internacionales. En particular, las AFP son el principal accionista minoritario de sociedades anónimas chilenas, y contribuyen con sus votos a elegir casi el 8 por ciento de los directores de las principales empresas de Chile.⁴² Aunque los directores tienen el deber de lealtad y cuidado a todos los accionistas, sin importar el origen de los votos que contribuyeron a su elección, los directores elegidos por las AFP juegan un importante papel en velar, entre otras cosas, porque aquellas transacciones en la cual uno o más miembros del directorio puedan tener conflictos de interés se realicen en las mejores condiciones posibles para la empresa. En consideración a esta responsabilidad, las AFP han buscado profesionalizar el proceso de nominación de candidatos a director a través del uso de empresas de *head-hunting* desde el año 2006 y han buscado optimizar el ejercicio de sus derechos de voto en junta de accionistas con el fin de maximizar el número de directores elegidos por ellas.⁴³

Usando una muestra de 170 empresas listadas no financieras, Lefort y Urzúa (2007) estudian la evolución de la composición de los directorios en Chile y analizan el efecto de la participación de directores independientes sobre el valor de las empresas chilenas. El estudio confirma una tendencia a la incorporación de directores profesionales, elegidos por los accionistas controladores, y muestra que, después de controlar estadísticamente por las características de las empresas y corregir la potencial endogeneidad, la presencia de directores independientes aumenta significativamente el valor de las empresas en Chile.

⁴² Ver Lefort (2008).

⁴³ Ver Lefort (2008).

A. *Composición y Funcionamiento del Directorio*

Una parte importante del debate en Chile respecto del funcionamiento del gobierno corporativo en nuestras empresas se ha centrado en el directorio. En particular, se ha argumentado en algunos círculos, que los directorios en Chile no ejercen adecuadamente su rol de monitoreo de la administración de la empresa en beneficio de todos los accionistas. Las razones esgrimidas para justificar este diagnóstico se basan en la presencia mayoritaria de directores cercanos a los accionistas controladores. Como se discutió anteriormente, la presunción es que estos directores tenderían a apoyar decisiones en beneficio del accionista controlador aun cuando éstas pudiesen perjudicar a los accionistas minoritarios.

Con este diagnóstico, se ha planteado que la solución para proteger los derechos de los accionistas minoritarios contemplaría la inclusión forzosa de al menos un director independiente en todas las sociedades anónimas abiertas relativamente grandes.⁴⁴ Con alta probabilidad la presencia de directores independientes contribuiría al buen gobierno corporativo y aumentaría las garantías para los accionistas minoritarios. Sin embargo, desde un punto de vista más conceptual, no parece recomendable introducir por vía legal desviaciones a la regla una-acción-un-voto a favor de los accionistas minoritarios puesto que ésta constituye uno de los elementos esenciales de una sociedad anónima. Una forma alternativa de incrementar la representación de los accionistas minoritarios en los directorios de las sociedades anónimas chilenas es aumentar el número de directores. Si los directorios fueran de nueve miembros, por ejemplo, accionistas minoritarios que cuenten con el 11 por ciento de los votos y actúen coordinadamente lograrían elegir a un director, lo cual no podrían hacer si el directorio fuera de siete u ocho miembros.⁴⁵ El problema persistiría en aquellas empresas en las cuales el accionista controlador tiene más del 89 por ciento de los votos o que fuera muy costoso unir los votos suficientes de accionistas minoritarios. Aunque se puede argumentar que en empresas con tal concentración de propiedad es muy difícil que los accionistas minoritarios tengan algo que decir respecto de la gestión de la empresa, también se puede argumentar que accionistas minoritarios confíen en la gestión del controlador, otorgándole a este sus votos. Desde un punto de vista económico, lo que ocurriría en esos casos es que si los inversionistas desconfían de las prácticas de gobierno corporativo de los accionistas controladores, el valor de las acciones de las empresas con tan alta concentración sería castigado. Lefort y Walker (2007) muestran que, de hecho, ese es el caso en Chile.

Otro punto que quizás no reciba la debida atención en la discusión respecto de los potenciales problemas de agencia entre accionistas controladores y minoritarios en Chile, es que como se indicó anteriormente, estos últimos no corresponden mayoritariamente a la caricatura del inversionista poco sofisticado; más bien son inversionistas institucionales. Este punto es importante no sólo porque, como se vio, estos accionistas minoritarios son capaces de defender sus derechos, sino que también porque en muchos casos ellos pueden tener intereses propios. Por ejemplo, una AFP puede preferir vender un paquete accionario grande por razones de liquidez o rebalanceo de su cartera de inversión, aun cuando

⁴⁴ En el año 2004, el Ministerio de Hacienda presentó un proyecto de ley que buscaba la incorporación de dos directores independientes en las empresas cuya capitalización bursátil superara 1.500.000 UF. Para favorecer esto, estas empresas deberían conformar directorios de 11 miembros. Recientemente, el proyecto de ley introduce perfeccionamientos a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas (Boletín N° 5301-05, 19 de mayo de 2008), introduce la obligatoriedad de un director independiente para todas las empresas con capitalización bursátil superior al millón de Unidades de Fomento y con 12,5 por ciento del capital en manos de accionistas pequeños. En este proyecto, los accionistas controladores deberán, si es necesario, renunciar a su derecho a voto con tal objetivo.

⁴⁵ El problema de esta propuesta es la pérdida de eficiencia que la empresa podría experimentar por tener un directorio demasiado numeroso. La premisa es que ese costo sería menor que el beneficio que agrega un director independiente.

dicha transacción pudiera perjudicar a otros accionistas minoritarios. Por lo tanto, la idea de un accionista minoritario indefenso puede ser sólo una caricatura.

Un aspecto central en la discusión acerca de la composición del directorio de las sociedades anónimas dice relación con la definición de director independiente. La ley chilena lo define como aquel que habría sido elegido sin el apoyo de los votos del accionista controlador. Es decir, sin importar las características e intereses personales de un candidato al directorio, se supone que es independiente sólo si escogido por los accionistas minoritarios. Esta definición es pragmática pero adolece de problemas. En primer lugar, una empresa podría tener como accionista minoritario a un competidor, como es el caso de SQM en Chile. Como es obvio, el director elegido por esta empresa no puede ser considerado independiente. De igual modo, el accionista controlador podría usar sus votos para elegir a una persona no relacionada que pudiera ejercer su rol de director con total independencia. De hecho, Lefort y Urzúa (2007) muestran que ésta ha sido la tendencia en Chile en los últimos cuatro años. Respecto de este punto, la recomendación de buenas prácticas de gobierno corporativo y la tendencia internacional han sido definir apropiadamente las características que un director independiente debe tener, e incentivar a las empresas a elegir más directores que tengan dichas características.

Otro tema es el funcionamiento del directorio. Como se mencionó anteriormente, varios estudios muestran que en Chile los directorios tienden usar menos comités que en países más desarrollados, a no usar procesos de auto-evaluación de su funcionamiento y a no ejercer a cabalidad su rol de monitoreo de la gestión de la compañía. En el marco de la Ley de OPAs, la legislación chilena incorporó la obligatoriedad del comité de directores para las empresas con capitalización bursátil superior a 1.500.000 UF, alrededor de 57 millones de dólares. Este comité debería estar formado preferentemente por directores independientes y una función principal sería estudiar las condiciones de las operaciones entre partes relacionadas. Recientemente, y pensando en el potencial conflicto entre accionistas controladores y minoritarios, se ha planteado que este comité debería tener el poder para vetar transacciones.⁴⁶

Esta propuesta, sin embargo, tiene más inconvenientes que beneficios, puesto que introduce la lógica de la disparidad de intereses entre directores, introduce en la práctica un directorio dentro del directorio, formaliza el uso de la votación, y puede concluir con el absurdo que decisiones principales de la empresa las tomen quienes han invertido menos dinero en estas. En efecto, la idea que un director tenga atribuciones mayores que otros rompe completamente la lógica del buen gobierno de la sociedad anónima.

Todos los directores de una sociedad representan por igual a todos los accionistas, y son solidariamente responsables de las decisiones que el directorio tome. Dar mayores atribuciones y responsabilidades a un director implica, de hecho, quitar responsabilidades a los demás. En segundo lugar, el buen gobierno corporativo se ejercería de diferentes formas en distintos niveles jerárquicos y distintas instancias de la empresa con los problemas que eso conlleva. La junta de accionistas es la instancia de primer nivel, en la cual las grandes decisiones de la empresa se toman por votación⁴⁷. Para incentivar la atracción de capital en las sociedades anónimas, los accionistas tienen el derecho de votar de acuerdo con lo que estimen más conveniente para sus intereses, incluido el nombre de la persona que ocupará un sillón en el directorio⁴⁸. Las decisiones se toman por mayoría de acuerdo con los quórum que la ley o los estatutos indiquen necesarios para cada tipo de decisión. Sin embargo, las buenas prácticas de gobierno corporativo recomiendan que el directorio sea una instancia en la cual las decisiones se tomen en forma consensuada

⁴⁶ El proyecto de ley que introduce perfeccionamientos a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas (Boletín N° 5301-05, 19 de mayo de 2008), especifica que sólo los directores independientes podrán votar en el Comité de Directores, con lo cual introduce el derecho de veto en la persona de un director.

⁴⁷ Para ver qué materias compete a las juntas ordinaria y extraordinaria de accionista, referirse a la Ley N° 18.046, de sociedades anónimas, artículos 56 y 57. Para ver las atribuciones del comité de directores, referirse al artículo 50 bis de la misma ley.

⁴⁸ Como ya está dicho los directores representan los intereses sociales y no de algún accionista en particular.

por el bien del interés social. Por supuesto, cuando no se alcanza un acuerdo hay que votar, pero es preferible evitar que el directorio funcione por la dinámica de la votación. La razón es que todos los directores deben buscar el mismo objetivo. Por lo anterior, en lo posible, es conveniente promover en el directorio la lógica de adoptar acuerdos consensuados.

Así, a diferencia de la junta de accionistas, las buenas prácticas de gobierno corporativo enfatizan la importancia de que el directorio funcione como un ente colegiado que toma decisiones por acuerdo. Por lo tanto, es contrario al funcionamiento de la sociedad anónima que los comités aprueben o veten decisiones. Es el directorio el que decide en beneficio del interés social, mientras que la labor de los comités es sólo estudiar y proponer. El Comité de Directores debería estudiar todas las operaciones con partes relacionadas y elaborar un informe al directorio. Si el directorio decide aprobar la transacción en contra de la opinión del comité, los accionistas siempre pueden llevar la materia a junta de accionistas.

IV. CONCLUSIONES

A pesar de la alta concentración de la propiedad y el control corporativo en Chile, se puede afirmar que el gobierno de las empresas privadas chilenas tiene un nivel relativamente alto en el *ranking* en estudios internacionales comparativos, especialmente en materias como transparencia, entrega de información y mecanismos de protección a los accionistas minoritarios. Algunas de las razones para el buen desempeño de las empresas chilenas tienen relación con las reformas que Chile realizó tempranamente (al menos desde 1981) y que con alta probabilidad contribuyeron a mejorar el ambiente de negocios en Chile. Entre ellas destacan las reformas al mercado de capitales y al sistema bancario, la reforma al sistema privado de fondos de pensiones y la mencionada Ley de OPAs. Por otro lado, las principales empresas chilenas fueron pioneras en la región en someterse a la más exigente legislación del mercado norteamericano a través del mecanismo de emisión de ADRs.

No obstante lo anterior, a juicio de los autores, pueden mejorarse las prácticas de gobierno corporativo en Chile al menos en tres aspectos. En primer lugar, sería conveniente modificar el actual equilibrio regulatorio impulsando prácticas de autorregulación en el mercado financiero y por parte de las empresas chilenas. Para lograr lo anterior es necesario que nuestra normativa legal sea más general y permita que su aplicación descansa en algunas indicaciones específicas de la SVS y en el criterio de las propias empresas y el mercado. Esto requiere un fortalecimiento de la estructura de gobierno de la SVS y de los tribunales chilenos. En segundo lugar, a pesar de los *ranking* internacionales, al comparar estándares nacionales e internacionales, resulta claro que es posible mejorar la calidad de la información de interés y los mecanismos mediante cuales las empresas chilenas entregan información al mercado. En tercer lugar, a pesar de los esfuerzos regulatorios iniciados con la Ley de OPAs, la concentración de propiedad y control en Chile no ha disminuido en los últimos 20 años. La evidencia internacional muestra que no hay una receta fácil para aumentar la profundidad del mercado de capitales e incentivar la desconcentración de la propiedad accionaria. En este sentido, la evidencia chilena indica que no es suficiente aumentar la protección a los accionistas minoritarios para desconcentrar la propiedad. Tampoco parece evidente que la desconcentración de la propiedad sea un bien en sí mismo al menos desde un cierto nivel hacia arriba. En ese sentido es importante valorar la importancia de propietarios fuertes en la conducción de las empresas para lograr ventajas en la gestión, y también evitar los problemas de agencia que aquejan a empresas de países más desarrollados, con propiedad accionaria atomizada. Finalmente, las empresas chilenas todavía pueden hacer mucho por mejorar el funcionamiento de sus directorios y aprovechar las atribuciones de este importantísimo mecanismo de gobierno corporativo. En particular, parece importante generar incentivos para que los controladores de las empresas chilenas utilicen su poder de voto para profesionalizar sus directorios y ampliar las funciones que éstos realizan en la práctica.

REFERENCIAS

- Becht, M., Bolton, P., and Roel, A. (2003). Corporate governance and control. *Handbook of the economics of finance. Vol 1A* (pp. 1-109). Amsterdam: Macmillan.
- Berle, A., and Means, G. (1948). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.
- Claessens, S., Djankov, S., and Klapper, L. (2000). The role and functioning of business groups in East Asia and Chile. *Abante*, 3(1), 91-107
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, and Klapper L., 2000. "The role and functioning of business groups in East Asia and Chile. *Revista ABANTE* , Vol.3 N° 1 pp. 91 -107
- Chong, A., and López-de-Silanes, F. (2007). *Investor protection and corporate governance: Firm level evidence across Latin America*. Palo Alto: Stanford University Press, World Bank, Inter-American Development Bank.
- Cruces, J. J. (2009.). *Anticipación e impacto de los anuncios corporativos en las Américas. Documento de trabajo N° 9* Recuperado de http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/serie_documentos_trabajo.php
- Dignam, A., and Lowry, J. (2006). *Company law* (4th ed.). Oxford: Oxford University Press.
- Djankov, S.; La Porta, R.; López-de-Silanes, F and Shleifer, A. (2008) The law and economics of self-dealing. *Journal of financial economics*, 88(3), 430-465
- Fama, E. F., and Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fuller, J. and Jensen, M. (2002). What's a director do? Harvard NOM Research Paper Series N° 02-38.
- Hart, O. (1988). Capital structure as a control mechanism in corporations. *The Canadian Journal of Economics*, 21(3), 467-476.
- Hart, O. (1995). Firms, contracts, and financial structure. *Journal of the Japanese and International Economies*, 11(2), 260-261.
- Hermalin, B., and Weisbach, M. (1988). The determinants of board composition. *RAND Journal of Economics*, 19(4), 589-606.
- Hillman, A., and Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383-396.
- Jensen, M., and Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Klapper, L., and Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., and Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Lefort, F. (2008). *Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile*. Manuscrito no publicado. Disponible en <http://vinculosconlasociedad.uc.cl/documentos/12321208554672.pdf>

- Lefort, F. (2004). Gobierno corporativo: ¿Qué es? y ¿Cómo andamos por casa? *Cuadernos De Economía*, 40(120), 207-237.
- Lefort, F., and Urzúa, F. (2008). Board independence and firm performance in a concentrated ownership context: The Chilean case. *Journal of Business Research*, 61(6), 615-622.
- Lefort, F., and Walker, E. (2000). Ownership and capital structure of Chilean conglomerates: Facts and hypotheses of governance. *Abante*, 3(1), 3-27.
- Lefort, F., and Walker, E. (2007). Do markets penalize agency conflicts between controlling and minority shareholders? evidence from Chile. *The Developing Economies*, 45(3), 283-314.
- Lefort, F., y Wigodski, T. (2008). *Una mirada al gobierno corporativo en Chile: Casos emblemáticos*. Santiago: Ediciones Universidad católica de Chile.
- Ley N° 18.045 Ley De Mercado De Valores, Chile (1981, última modificación publicada en el Diario Oficial el 5 de junio de 2007).
- Ley N° 18.046 Ley De Sociedades Anónimas, Chile (1981, última modificación publicada en el Diario Oficial el 5 de junio de 2007).
- Mach, A., Schnyder, G., Thomas, D. and Lüpold, M. (2007). Transformations of self-regulation and new public regulations in the field of Swiss corporate governance (1985-2002). *World Political Science Review*, 3(2), 1-29.
- Mathiesen, H. (2002). *Managerial ownership and financial performance*. Disertación doctoral, Copenhagen Business School, Copenhagen, Denmark.
- Morales, M. (2009). *Determinants of ownership concentration and tender offer law in the Chilean stock market*. Documento de trabajo N° 1 Recuperado de http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/serie_documentos_trabajo.php
- Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. *Handbook of labor economics Vol. 3* (pp. 2485-2653). Amsterdam: North Holland.
- OECD. (2004). *Principios de gobierno corporativo* Recuperado de: http://www.oecd.org/document/51/0,3343,es_36288966_36288607_42799731_1_1_1_1,00.html
- Rajan, R. G., and Zingales, L. (1998). Power in a theory of the firm". *Quarterly Journal of Economics*, 113(2), 387-432.
- Roe, M. (2004). The institutions of corporate governance. Harvard Law School discussion paper N° 488.
- Shleifer, A., and Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Tirole, J. 2001, January. "Corporate Governance". *Econometrica*, 69(1), 1-35.
- Urzúa, F. (2006). *Independencia del directorio y desempeño de las compañías en un contexto de propiedad concentrada: El caso chileno*. Tesis para obtener el título de Ingeniero Comercial, Pontificia Universidad Católica de Chile), Santiago, Chile
- Vives, X. Corporate governance, does it matter? *Corporate governance: Theoretical and empirical perspectives* (pp. 1-21). Cambridge: Cambridge University Press.
- Walker, E., and Lefort, F. (2002). Pension reform and capital markets: Are there any (hard) links? *ABANTE*, 5(2), 77-149.

Zingales, L. (1997). Corporate governance. En: *The new palgrave: Dictionary of economics and the law. Vol. 1.*

OVERPRINT