

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

Enrique Alcalde Rodríguez
Eduardo Walker Hitschfeld¹

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

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

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

Lo anterior no deja de ser sorprendente, considerando que tales marcos normativos no solo difieren sustancialmente entre sí, sino que obedecen a realidades corporativas y tradiciones en muchos casos radicalmente distintas a la chilena, no bastando la simple enumeración acrítica de prácticas internacionales, como si todas pudieran o debieran cumplirse simultáneamente. Esta ausencia de identificación tampoco permite contar con una idea precisa acerca del modelo o principio fundamental en que se basa la nueva regulación que se propone.²

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

¹ Los autores son Profesores Titulares de la Pontificia Universidad Católica de Chile, de la Facultad de Derecho y de Ciencias Económicas y Administrativas, respectivamente. Además son directores del Centro de Gobierno Corporativo UC. Sin embargo, las opiniones presentadas en este trabajo sólo representan a sus autores.

² Véase Godoy (2015), que realiza un análisis comparado de códigos de gobierno corporativo de diferentes países.

A. La perspectiva legal

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

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

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

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

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

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

Con lo dicho en ningún caso pretende ignorarse la legitimidad de aquellos otros intereses que conviven junto con los que también legítimamente poseen los accionistas. Tales intereses y expectativas son

también dignos de amparo y tutela, solo que para protegerlos no es necesario subvertir el derecho societario. En muchos casos basta con relegar tal protección a los ámbitos que naturalmente les corresponden, p.ej., protección del consumidor, derecho ambiental, derecho tributario, etc.

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

B. La perspectiva financiera

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Por último, es necesario notar una deficiencia lógica importante de la “*stakeholder theory*” (Jensen, 2001). En términos generales ésta establece que todos los *stakeholders* serían igualmente importantes y que sería necesario considerarlos a todos. Pero, ¿cómo se hace esto? Diferentes interesados tendrán intereses muy diversos entre sí y favorecer a algunos típicamente implicará desfavorecer a otros. ¿Cómo se manejan estos objetivos contrapuestos? Desde un punto de vista lógico, la existencia simultánea de muchas funciones objetivo equivale a no tener ninguna, lo que se presta para problemas potenciales serios de gobierno corporativo.

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

C. Comentarios finales

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

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

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

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

Un caso cuya legislación es significativamente coincidente con el planteamiento presentado aquí es el del Reino Unido, presentado en el Anexo 1.

D. Referencias

Freeman, R. Edward (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*: Pittman Books Limited.

Godoy, María Paz (2015). Análisis comparado: sistemas de gobiernos corporativos en jurisdicciones extranjeras. *Mimeo*, Centro de Gobierno Corporativo UC.

Jensen, Michael. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of applied corporate finance*, 14(3), 8-21.

ANEXO 1

LA REGULACIÓN DEL REINO UNIDO: UN *BENCHMARK* ÚTIL “*Enlightened Shareholder Value*”

María Paz Godoy Uson

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

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

UK Companies Act 2006:

Chapter 2 General duties of directors

The general duties

171 Duty to act within powers:

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

172 Duty to promote the success of the company:

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

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

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