

ANALISIS COMPARADO: SISTEMAS DE GOBIERNOS CORPORATIVOS EN JURISDICCIONES EXTRANJERAS

María Paz Godoy Uson¹

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

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

A. Concepto

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

B. Elementos básicos a considerar

¹ Abogado, Universidad de Los Andes. Magister en Derecho Internacional Universidad de Chile y Universidad de Heidelberg. Candidata PhD en Derecho, Universidad de Maastricht, Holanda. Coordinadora de Investigación Centro de Gobierno Corporativo UC. Las opiniones presentadas en este trabajo solo representan a su autor.

1. El primer elemento a considerar es el sistema legal aplicable al marco normativo (ver Anexo 1.2). Así por ejemplo los modelos referenciales en la propuesta provienen de tres sistemas (Anglosajón, Continental y Latinoamericano). El sistema Anglosajón, tiene su origen en el *Common Law* o ley común, donde las decisiones jurisprudenciales son la base del sistema legal. En general, la propiedad se encuentra dispersa entre un alto número de accionistas, dando cuenta de mercados financieros desarrollados y más sofisticados, con recurrentes oportunidades para tomas de control. Es típico de las jurisdicciones Anglosajonas que exista un mayor grado de protección de los intereses de los accionistas. El sistema Continental, por el contrario, tiene su origen en la ley civil, siendo ésta la principal fuente por sobre la jurisprudencia. La propiedad en este sistema es esencialmente concentrada, en su mayoría en empresas familiares y bancos. Los mercados financieros no son tan desarrollados y por lo general los intereses de los accionistas están alineados con los de la administración. Las jurisdicciones Latinoamericanas, también sujetas al derecho civil, se identifican con el grupo de mercados emergentes. Al igual que en los países continentales, existe un alto grado de concentración en la propiedad y con mayor presencia o intervención por parte de instituciones gubernamentales. Al igual que en el sistema Continental, los intereses de los directores están alineados con los de los accionistas, esencialmente, los controladores.
2. En segundo lugar, también es posible distinguir los modelos de gobiernos corporativos de acuerdo al nivel de cumplimiento. Así, existen modelos sujetos al cumplimiento de leyes o normas estrictas (*Rule-Based*) como ocurre en Estados Unidos (a través de las leyes *Sarbanes-Oxley Act* y *Dood Frank Act*), y modelos basados en el cumplimiento voluntario de principios (*Principle-Based*), como ocurre en la mayoría de las jurisdicciones y donde se aplica el principio de cumplimiento o explicación (*comply or explain principle*) introducido por el Reino Unido. Por tanto, si bien Estados Unidos y el Reino Unido convergen en el sistema legal, e incluso en la estructura de sus directorios bajo un sistema unitario, claramente se diferencian en cuanto al grado de cumplimiento de sus prácticas de gobiernos corporativos. La nueva propuesta ha tomado como referencia sólo países sujetos al cumplimiento voluntario de sus prácticas de gobiernos corporativos.
3. En tercer lugar resulta indispensable analizar a la luz de la teoría de la agencia, las estructuras de propiedad inherentes a cada una de las jurisdicciones citadas en la propuesta. Los modelos de gobierno corporativo a nivel comparado no pueden ser replicables sin antes identificar los conflictos de agencia que se quieren mitigar. Por ejemplo, en aquellos países con estructuras de propiedad dispersa, las normas de gobiernos corporativos debieran apuntar a resolver los problemas de agencia surgidos entre los accionistas y el directorio. Por otra parte, en países donde la propiedad está concentrada en manos de un accionista controlador, los problemas de agencia son atribuidos a los conflictos de interés que surgen entre el controlador y los accionistas minoritarios. El mercado Chileno se debe identificar con el segundo caso.

4. En cuarto lugar, los modelos de gobiernos corporativos se diferencian según si el énfasis está en darle mayor cabida a los intereses de los *stakeholders* o por el contrario si las decisiones del directorio se toman en consideración al interés económico de los accionistas:

(a) De los tres países latinoamericanos considerados como referentes para la propuesta normativa, sólo Brasil utiliza el modelo conceptual de la *stakeholder theory*, muy bien difundido en su ley de sociedades anónimas.² Por el contrario, e incluso desde el ámbito de la autorregulación, el Código de Mejores Prácticas Corporativas Mexicano se inclina por el deber de maximizar el valor económico, dejando constancia en su Anexo V que el deber fiduciario del consejo de administración y alta dirección es buscar maximizar la riqueza de todos los accionistas por igual. Por último, Perú, y en la misma línea (o bajo una posición intermedia), ha establecido en su *Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas* que dicho cuerpo normativo no abarca aspectos como la responsabilidad social corporativa para la gestión de las relaciones con los grupos de interés. Lo anterior nos demuestra, que en estas tres jurisdicciones, las normas aplicables en materia de gobiernos corporativos para aspectos relacionados con los *stakeholders*, si son coherentes con sus marcos jurídicos.

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

² Lei nº 6.404 de 15 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

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

§ 2º É vedado ao administrador:

a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;

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

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

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

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

inversión han logrado desestabilizar el tradicional sistema que resguardar los intereses de los terceros afectados por las actividades de la empresa.

(c) Los modelos de gobiernos corporativos Anglosajones, como el de Australia y el Reino Unido, merecen especial atención en cuanto al tratamiento de los *stakeholders*. La interpretación de la legislación australiana en cuanto al deber de los directores frente a la posición de los *stakeholders* es más bien estricta.³ Sin embargo en materia de autorregulación, su código *Corporate Governance Principles and Recommendations* contiene importantes prácticas y principios en consideración a los *stakeholders*. Por último el Reino Unido merece una especial mención por la posición conciliadora que ha tomado frente a los dos sistemas convencionales. Así, el modelo corporativo alternativo que se consagra en el Reino Unido se conoce bajo el nombre de *Enlightened Shareholder Value* (ESV), el cual se ampara en el artículo 172 de la *UK Companies Act 2006*.⁴ La doctrina lo interpreta como el deber del directorio de velar en primera instancia por los intereses de los accionistas pero con el alcance, a nivel de gestión, de crear valor a largo plazo. Entre otros, el elemento *stakeholder* es solo secundario pero a la vez determinante para promover un buen resultado.

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

³ *Australian Corporations Act 2001* Art. 181(1): A director or other office of a corporation must exercise their powers and discharge their duties:

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

⁴ Los deberes fiduciarios del directorio en el Reino Unido se establecen en el Art. 171 del *UK Companies Act 2006*:

Duty to act within powers:

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

172 Duty to promote the success of the company:

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

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

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

especialidad que un director ejecutivo que forma parte de la plana gerencial por ejemplo. Así, se ha indicado que lo relevante es encontrar un balance apropiado entre conocimientos, diversidad y experiencia.

Conclusiones

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

Referencias

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

Anexo 1.1

ENFOQUE MODELO GOBIERNO CORPORATIVO SEGÚN CONCEPTO

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

Anexo 1.2

ANÁLISIS COMPARADO MODELOS GOBIERNOS CORPORATIVOS JURISDICCIONES EXTRANJERAS

	ANGLO-SAJON		EUROPA CONTINENTAL		LATINOAMERICA		
	Australia	Reino Unido	Holanda	Alemania	Brasil	México	Perú
Estructura Propiedad y Control	Dispersa (relativa)	Dispersa (alta dispersión en inversionistas institucionales)	Dispersa (relativa) (importante presencia de accionistas extranjeros)	Concentrada (concentración en bancos pero en proceso de dispersión)	Concentrada (concentración en grupos económicos y empresas familiares)	Concentrada (alta concentracion en grupos economicos)	Concentrada (alta concentracion en grupos economicos)
Conflictos de Agencia	Entre accionistas y directorio	Entre directorio y accionistas/ entre directorio y stakeholders	Entre directorio y accionistas/ entre directorio y stakehodlers	Entre controladores y minoritarios/ entre directorio y stakeholders	Entre controladores y minoritarios	Entre controladores y minoritarios	Entre controladores y minoritarios
Sistema Legal	Common Law	Common Law	Civil Law	Civil Law	Civil Law	Civil Law	Civil Law
Autorregulación Principios Gobiernos Corporativos	Corporate Governance Principles and Recommendations (ASX Corporate Governance Council)	UK Corporate Governance Code (UK Financial Reporting Council)	Dutch Corporate Governance Code (Corporate Governance Code Monitoring Committee)	Cromme Code (Deutscher Coporate Governanance Kodex) (Government Comission on Corporate Governance)	(i) Código de Mejores Practica de Gobierno Corporativo o Codigo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa); y (ii) Cartilha de Recomendacões sobre Governança Corporativa (Comissão de Valores Mobiliários, or CVM)	Código de Mejores Prácticas Corporativas (Consejo de Coordinación Empresarial)	Código de buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas (Superintendencia del Mercado de Valores)
Cumplimiento	Cumplimiento voluntario: <i>comply or explain principle</i>	Cumplimiento voluntario: <i>comply or explain principle</i>	Cumplimiento voluntario: <i>comply or explain principle</i>	Cumplimiento voluntario: <i>comply or explain principle</i>	Cumplimiento voluntario: <i>comply or explain principle</i>	Cumplimiento voluntario: <i>comply or explain principle</i>	Cumplimiento voluntario: <i>comply or explain principle</i>
Directorio	Unitario	Unitario	Dual ⁵	Dual ⁶	Dual ⁷	Unitario	Unitario

⁵ Directorio Ejecutivo (Management Board) y Directorio Supervisor (Supervisory Board). Opcional sistema unitario

⁶ Directorio Ejecutivo (Management Board) y Directorio Supervisor (Supervisory Board).

⁷ Conselho de Administração (elegido por la junta) y Diretoria (directorio ejecutivo o management board). Opcion de establecer por parte de la junta un Conselho Fiscal (Consejo Fiscal) como un organo de auditoria externa o Supervisory Board

	ANGLO-SAJON		EUROPA CONTINENTAL		LATINOAMERICA		
	Australia	Reino Unido	Holanda	Alemania	Brasil	México	Perú
Maximización valor económico accionistas (Shareholder Value Oriented System)	aplicable por ley interpretación restrictiva ⁸	aplicación modelo intermedio (Enlightened Shareholder Value System) ⁹	no aplica	no aplica	no aplica	aplicable por ley y autorregulación ¹⁰	aplicable por ley ¹¹
Creación de valor compartido (Stakeholder Oriented System)	aplicable por autorregulación y jurisprudencia	aplicable por ley en forma secundaria mediante creación valor largo plazo	aplicable por ley, jurisprudencia y autorregulación ¹²	aplicable por ley, jurisprudencia y autorregulación ¹³	aplicable por ley y autorregulación ¹⁴	no aplica	aplicación relativa

⁸ De acuerdo a legislación corporativa (*Australian Corporations Act 2001*) es deber del directorio actuar según los intereses de la compañía, esto es “act in the best interests of the company” lo que parte de la doctrina australiana ha interpretado como el deber de velar por los intereses de los accionistas, siendo esto a su vez la maximización del valor económico del patrimonio de los accionistas. Sin embargo el Código de Gobierno Corporativo de Australia contiene un enfoque claramente inspirado en principios de la teoría del stakeholder value. Actualmente no existe un claro consenso sobre el modelo aplicable.

⁹ De acuerdo a la legislación corporativa (*UK Company Act 2006*) el directorio tiene el deber fiduciario de crear valor (maximizar valor económico accionistas) mediante la toma de decisiones encaminadas a crear valor a largo plazo, entendiéndose dentro de este proceso que se deben tomar en cuenta los intereses de los stakeholders.

¹⁰ En México existe una interpretación restrictiva del modelo, esto se traduce en el deber de actuar de buena fe y en el mejor interés de la sociedad y no de una persona en particular. Más aún el Código Mexicano de Mejores Prácticas Corporativas, en su Anexo V, establece claramente que “el deber fiduciario del consejo de administración y alta dirección es de buscar maximizar la riqueza de todos los accionistas por igual”.

¹¹ El Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas deja constancia que no abarca aspectos como la Responsabilidad Social Corporativa para la gestión de las relaciones con los grupos de interés, sin que ello implique que no se reconozca su importancia para la sostenibilidad de las sociedades y del mercado en general. En todo caso el Principio 17 del Código: *Deberes y derechos de los miembros del Directorio* indica que los directores deben llevar a cabo sus labores con buena fe, diligencia, elevados estándares de ética, cuidado y reserva debidos, actuando siempre con lealtad y en interés de la sociedad.

¹² El Libro 2 del Código Civil Holandés establece que el deber del Directorio Supervisor (Supervisory Board) es actuar según los intereses de la compañía, esto es “act in the interests of the company” lo que según la doctrina incluiría los intereses de los stakeholders. En general la jurisprudencia y doctrina holandesa apoyan la teoría del stakeholder value como se ha demostrado en casos emblemáticos como el del banco ABN AMRO donde se confirmó que los intereses de los accionistas no son prioritarios a los de los stakeholders. El *Dutch Corporate Governance Code* contiene claros principios y recomendaciones inspirados en la teoría del *Stakeholder Value*. Así por ejemplo en su definición inicial de Gobierno Corporativo y en los Principios II.1 y III.1

¹³ Alemania se caracteriza especialmente por su Sistema de Co-determinación (*Co-Determination Act*). En empresas con más de 500 o 2000 trabajadores según el caso, estos pueden ser representados en el Supervisory Board. Los directores elegidos por los accionistas y los trabajadores están igualmente obligados a representar los intereses de la empresa y no de quienes los eligieron. Por otro lado en el *Cromme Code* se establece la obligación del Management Board y del Supervisory Board de garantizar la creación de valor sustentable en conformidad con los principios de una economía social de mercado.

¹⁴ Brasil establece en su *Lei das Sociedades Anónimas de 1976* que el deber del directorio es actuar según el interés de la empresa y del orden público. Principalmente se entiende que la compañía tiene un rol social.