

Protección de Accionistas Minoritarios por Directores Independientes en Chile

Protection to Minority Shareholders by Independent Directors in Chile

Marco Salgado¹

Resumen

*El régimen de los **directores independientes** en las **sociedades anónimas chilenas** no incrementa el nivel de **protección** de los **accionistas minoritarios**. Los deberes y obligaciones de los directores independientes en el directorio son esencialmente los mismos que los de los directores no independientes. El grado de protección que pueda otorgar el comité de directores a los accionistas minoritarios no está determinado por la participación del director independiente. Si se suma a esto la forma cómo se distribuye el poder en nuestras sociedades anónimas y los incentivos para que éste se ejerza de determinada forma, podemos concluir que el director independiente no es una herramienta adecuada para otorgar protección a accionistas minoritarios frente a los eventuales **abusos del controlador**.*

Abstract

*The **independent directors'** regime in the **Chilean corporations** does not increase the level of **protection** to the **minority shareholders**. The duties of the independent directors as members to the board are essentially the same of non-independent directors. The degree of protection that the Directors Committee can render to the minority shareholders is not determined by the participation of the independent director. If we also consider how the powers are allocated in Chilean corporations and the existence of incentives that determine the way such powers are exercised within such corporations, it can be concluded that the independent director is not a suitable tool to give protection to minority shareholders against possible **abuses** by the **controlling shareholder**.*

Palabras Clave: directores independientes / sociedades anónimas chilenas / protección a accionistas minoritarios / abusos del accionista controlador.

Key Words: independent directors / Chilean corporations / protection to minority shareholders / abuses from controlling shareholder.

¹ Isidora Goyenechea N° 3120, piso 13, Las Condes, Santiago / msalgado@baz.cl / (56 2) 2 798 2600. El autor es Abogado (Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales) y Magíster en Derecho de la Empresa de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Es, asimismo, Profesor Derecho UC, Secretario Académico y Profesor del Diplomado en Gobierno Corporativo y Sociedades Anónimas de la misma universidad e Investigador Asociado del Centro de Gobierno Corporativo UC. Entre otros, ha sido Visiting Research Scholar de University of Michigan Law School y Assistant Instructor en University of Miami School of Law. El autor agradece al Centro de Gobierno Corporativo UC (Fondos Concursables 2011) y al Visiting Scholar Program de University of Michigan Law School (Michigan Grotius Research Fellowship) por su apoyo en el desarrollo de este trabajo.

Introducción.

Al promulgarse la Ley N° 20.382, Introduce Perfeccionamientos a la Normativa que Regula los Gobiernos Corporativos de las Empresas (la “Ley de Gobiernos Corporativos”), que entre otros cuerpos legales, modificó la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas, el Gobierno de la época, en su calidad de impulsor de dicha norma, celebró declarando:

“[E]sta ley fortalece los derechos de los accionistas minoritarios, al disponer, por ejemplo, la existencia de directores independientes [en los directorios]², que deberán cumplir con una serie de requisitos de fondo para ser considerados como tales; y la obligatoriedad de su incorporación en el comité de directores.” (Historia de la Ley N° 20.382, 2009, p. 5,6 &193)³ (énfasis nuestro).

Frente a esta aseveración, que da cuenta del objeto perseguido al legislar sobre esta materia y del resultado que se entendió alcanzar, debemos preguntarnos: ¿son los deberes y obligaciones del director independiente diferentes a los de los demás directores de la sociedad⁴, en particular, en su relación con los accionistas minoritarios? ¿Qué nivel efectivo de protección puede brindar a los accionistas minoritarios un director independiente de una sociedad anónima y en la cual parte importante de las decisiones que deben ser acordadas por el directorio, se resuelven por la totalidad o mayoría de los directores electos con los votos del accionista mayoritario o por este último directamente?⁵.

² La existencia de directores independientes en ciertas sociedades anónimas chilenas, se dispuso por primera vez con la dictación de la Ley N° 19.705 del 20 de diciembre de 2000, Regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS) y Establece Régimen de Gobiernos Corporativos (la “Ley de OPAS”).

³ Historia de la Ley N° 20.382, Introduce Perfeccionamientos a la Normativa que Regula los Gobiernos Corporativos de las Empresas, (2009) Biblioteca del Congreso Nacional, p. 5, 6 & 193.

En este mismo sentido, en OECD (2011): *Corporate Governance in Chile 2010 (OECD Publishing)*, en su Prólogo señala: “Chile ha tenido considerables avances en el mejoramiento del marco de gobierno corporativo, primero mediante las leyes adoptadas en el año 2000 referentes a Ofertas Públicas de Acciones y Gobierno Corporativo, y más recientemente mediante una importante Ley de Gobiernos Corporativos aprobada por el Congreso en septiembre de 2009, justo antes de la conclusión de este informe. Esta ley *estableció nuevas protecciones para los accionistas minoritarios* mediante el incremento de los estándares de transparencia y los mecanismos para regular el uso de información privilegiada, relaciones entre partes relacionadas y conflictos de interés, y *disposiciones para mejorar la definición de directores independientes y fortalecer su rol al revisar materias sensibles.*” (énfasis nuestro).

⁴ Cada vez que nos referimos a “sociedad” o “sociedad anónima”, lo hacemos a las sociedades anónimas que conforme al Art. 50 bis de la Ley sobre Sociedades Anónimas deben designar directores independientes y constituir el comité de directores.

⁵ Como veremos, esta era –y sigue siendo– la realidad en Chile que nuestros legisladores enfrentaron y conocían al momento de discutir el proyecto de ley que culminara con la Ley de Gobiernos Corporativos (el “Proyecto de LGC”).

A partir de estas interrogantes, el presente trabajo intentará responder si las modificaciones en comento incrementan o no la protección de los derechos de los accionistas minoritarios frente a eventuales abusos o expropiaciones por parte de los accionistas mayoritarios.

Una errada interpretación de dichas modificaciones, particularmente respecto al grado de protección que los directores independientes deben brindar a los accionistas minoritarios, podría estar motivando comportamientos al margen de la ley de parte de los primeros y exigencias ilegales de los segundos a éstos. Lo anterior, a su turno, podría estar alterando variables eventualmente capaces de influir decisiones de inversión en los partícipes del mercado, tal como, la valoración que un accionista minoritario podría hacer de la protección de su inversión.

En efecto, una revisión a las modificaciones efectuadas a la Ley sobre Sociedades Anónimas por la Ley de Gobiernos Corporativos –a la luz, principalmente del régimen legal de distribución de poderes entre los órganos de la sociedad anónima, el límite de las funciones de los directores (incluidos por cierto los directores independientes) y el análisis de la naturaleza del director independiente desde la legislación tomada como modelo para efectuar estos cambios–, nos debiese permitir concluir que, jurídicamente, no se constata un incremento en el nivel de protección de los derechos de los accionistas minoritarios frente a eventuales abusos del controlador luego de la incorporación obligatoria del director independiente al directorio y del incremento a las funciones del comité de directores.

Para probar dicha tesis revisaremos en primer término, la estructura de propiedad en las sociedades anónimas chilenas, lo que nos permitirá entender los problemas y desafíos de nuestro mercado en esta materia y, en suma, el contexto al que se aplica la disposición. En el capítulo segundo, analizaremos exegéticamente las normas donde constan los deberes y obligaciones del director independiente para con los distintos grupos de accionistas de la sociedad, tanto en el directorio como en el comité de directores, ello con el objeto de definir si éstos son distintos a los de los demás directores. A continuación, estudiaremos la forma cómo los poderes se encuentran distribuidos al interior de las sociedades anónimas chilenas, con el fin de entender la dinámica de interacción del directorio y el comité de directores –donde se presenta el director independiente– *vis a vis* la junta de accionistas. Por último, y en base a las conclusiones de los capítulos que lo anteceden, develaremos como parte de la ineficacia de un determinado régimen jurídico, deriva de importar principios y normas extranjeras sin consideración a las particularidades de la realidad de la jurisdicción que la importa ni al sentido original que se tuvo en vista en el país de origen.

Esperamos determinar entonces la real eficacia del director independiente como herramienta para hacer frente a los principales costos de agencia soportados por los accionistas minoritarios en nuestro mercado y, de paso, fijar principios y obtener lecciones sobre el alcance y sentido que una norma importada bajo el principio *one size fits all* puede llegar a tener.

Capítulo Primero: Estructura de Propiedad en las Sociedades Anónimas Chilenas.

La Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (“OECD”) se apura en señalar en el Prólogo del estudio titulado “Corporate Governance in Chile 2010”⁶, que una de las principales características que distinguen al gobierno corporativo de nuestro mercado, es la alta concentración en la propiedad de sus sociedades. Como en otras jurisdicciones con similares características, surge la preocupación que accionistas minoritarios se vean expuestos a prácticas irregulares de controladores que extraigan beneficios sociales a costo de estos últimos, mediante prácticas como operaciones abusivas entre partes relacionadas o en su propio beneficio⁷.

El principal problema de agencia que enfrenta nuestro mercado entonces, no es el clásico que se popularizó en 1932 con la publicación de “The Modern Corporation and Public Property” de Adolf Berle y Gardiner Means, que se refiere a cómo muchos accionistas dispersos y apáticos controlan la gestión de los administradores (, sino cómo relativamente pocos accionistas minoritarios y dispersos, muchas veces apáticos, “controlan al controlador”.

En “Ownership Dynamics with Large Shareholders: An Empirical Analysis”, los autores Marcelo Donelli, Borja Larraín y Francisco Urzúa, hacen presente que Chile es similar a otras economías desarrolladas y emergentes en Europa continental, Asia y el resto de Latinoamérica, en cuanto al tamaño de su mercado de valores en relación con su producto interno bruto, su número de aperturas a bolsa (IPO⁸), el nivel de premio por el control de las compañías, los mecanismos típicos de control (estructuras piramidales, series de acciones, etcétera) y el nivel general de concentración de la propiedad en las sociedades⁹.

Al efecto, en Chile un importante número de las sociedades transadas en bolsa están en manos de grandes conglomerados económicos y cuentan con un relativamente bajo *free-float*. Entre las compañías chilenas que conforman el IPSA y el IGPA¹⁰, en promedio un 36% de las acciones escapan de la propiedad de los accionistas mayoritarios, encontrándose, a su vez, un gran número de las mismas en manos de las administradoras de fondos de pensiones (“AFP’s”)¹¹.

⁶ OECD (2011): *Corporate Governance in Chile 2010* (OECD Publishing), p. 3.

⁷ *Ibíd.*, pp. 3 & 8.

⁸ *Initial Public Offering* por sus siglas en Inglés.

⁹ DONELLI, Marcelo, LARRAÍN Borja y URZÚA Francisco (2010): “Ownership Dynamics with Large Shareholders: An Empirical Analysis”, *FinanceUC Working Paper Series, Working Paper 2010-04, Septiembre 2010*, p. 5, citando a DJANKOV *et al* (2008): “The Law and Economics of Self-Dealing”, *Journal of Financial Economics*, pp. 430-465.

¹⁰ La sigla IPSA, se refiere al Índice de Precio Selectivo de Acciones confeccionado por la Bolsa de Comercio de Santiago, el que comprende las 40 acciones con mayor transacción bursátil. El IGPA, a su vez, es el Índice General de Precios de Acciones, el que considera un espectro más amplio.

¹¹ *Supra* 6, p. 16.

A este respecto, un estudio no publicado del Centro de Gobierno Corporativo UC sobre el grado de concentración de la propiedad en las sociedades anónimas chilenas con mayor presencia bursátil (IPSA e IGPA), concluyó que al ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2010, podían contabilizarse un total de 153 grupos empresariales¹² en Chile y solo 8 de las 40 sociedades IPSA no pertenecían a ningún grupo empresarial. En relación con las sociedades IGPA, el mismo estudio arrojó que de las 124 sociedades que conforman este índice, solo 33 no pertenecían a ningún grupo empresarial¹³.

Dadas estas particularidades, la OECD hizo notar que en Chile los accionistas controladores tienden a dominar a los directorios, siendo el funcionamiento interno de éstos un área de preocupación en nuestro país¹⁴.

A este respecto, los profesores Lefort y Walker encontraron cuantiosa evidencia de directorios relacionados y que los distintos grupos empresariales chilenos no comparten directores en lo que sería un intento por preservar información estratégica¹⁵; no obstante y como veremos, por ley los directores no deben reportar a accionista alguno fuera de los mecanismos que la Ley sobre Sociedades Anónimas dispone al efecto.

Por su parte, la OECD en “Corporate Governance in Chile 2010”¹⁶, señala que en el funcionamiento de los directorios –en base a la encuesta a los directorios chilenos efectuada por McKinsey en el año 2007– casi un 40% de las decisiones que correspondían a éste eran adoptadas fuera del directorio (presumiblemente por el accionista controlador), 30% de los directores creían que los directorios agregaban poco o nada de valor y casi un 80% de los directorios no contaban con mecanismos de auto-evaluación.

Concordante con lo anterior, Lefort y Urzúa destacan que el accionista controlador tiende a elegir la mayoría de los miembros del directorio entre aquellos con los que tiene cercanos vínculos familiares o de negocios, por lo que la estructura de los

¹² Desde la perspectiva jurídica, el Art. 96 de la Ley 18.045 del 22 de octubre de 1981, Mercado de Valores, define grupo empresarial como: “[E]l conjunto de entidades que presentan vínculos de tal naturaleza en su propiedad, administración o responsabilidad crediticia, que hacen presumir que la actuación económica y financiera de sus integrantes está guiada por los intereses comunes del grupo o subordinada de éstos, o que existen riesgos financieros comunes en los créditos que se les otorgan o en la adquisición de valores que emiten”.

¹³ En sentido similar, ver DONELLI *et al.* (2011) p. 12, donde se sostiene que Chile se parece a Europa y Asia en términos del tipo de accionista controlador que poseen sus compañías y que alrededor de la mitad de las principales compañías chilenas son controladas por grupos familiares.

¹⁴ *Supra* 6, p. 22.

¹⁵ LEFORT, Fernando y URZÚA, Francisco (2008): “Board Independence, Firm Performance and Ownership Concentration: Evidence from Chile”, *Journal of Business Research*, pp. 3, citando a LEFORT y WALKER (2000): “Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypotheses for Governance”, *Revista ABANTE*, vol. 3, N°1: pp. 3-27.

¹⁶ *Supra* 6, p. 52.

directorios chilenos, en suma, no es óptima para lidiar con el problema de agencia que enfrenta nuestro mercado¹⁷.

En base a lo anterior podemos adelantar, que los porcentajes de control de nuestras sociedades anónimas están muy cerca de los quórum legales (2/3 o 66,6% de las acciones emitidas con derecho a voto) necesarios para adoptar acuerdos en juntas de accionistas sobre las materias de mayor trascendencia en la vida social¹⁸.

No quedan dudas respecto a la conformación de capital del mercado chileno, existiendo además acuerdo sobre los problemas que se derivan de esto. Donde no existe concordancia, es en las medidas que deben implementarse para remediar los problemas derivados de aquello.

La OECD aporta al debate sosteniendo:

“La *elección de directores independientes en el directorio* por parte de las administradoras de fondos de pensiones y de inversionistas institucionales, y su rol revisando transacciones sensibles en el comité de directores, *proporcionan una importante salvaguarda en relación con la protección de los derechos de los accionistas minoritarios.*”¹⁸ (OECD, 2011, p.12) (énfasis nuestro).

Esta realidad y visión no fue ajena a nuestros legisladores a la hora de discutir el Proyecto de LGC en el Congreso, bajo la presión política que significaba el éxito de lograr el ingreso de Chile a la OECD dentro del mandato del gobierno de la época²⁰.

Al efecto, durante la discusión del Proyecto de LGC, el Ministro de Hacienda informaba a la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados, que en Chile existía, y aún existe, una alta concentración de la propiedad en las sociedades anónimas, lo que se reflejaba en el bajo *free-float*²⁰. El mercado accionario al ser concentrado, agregaba el ministro, exhibe un bajo porcentaje de acciones en manos de los minoritarios, especialmente si se consideran también las acciones en manos de los accionistas institucionales¹⁹.

En lo que se refiere al ejercicio de poderes dentro de estas sociedades anónimas altamente concentradas, nuestros legisladores fueron advertidos por el mismo Mensaje del Proyecto de LGC que:

“[D]os estudios en esta materia han ofrecido recomendaciones y sugerencias sobre aspectos en los que sería necesario corregir el funcionamiento de las empresas. *El primero indica, basado en encuestas, que los directorios no estarían cumpliendo el rol que les correspondería, toda vez que cerca de un cuarenta por ciento de las decisiones de la empresa se adoptan fuera del directorio y, más grave*

¹⁷ LEFORT y URZÚA. (2008) p. 9.

¹⁸ Supra 6, p.12

¹⁹ Historia de la Ley N° 20.382, Introduce Perfeccionamientos a la Normativa que Regula los Gobiernos Corporativos de las Empresas, (2009) Biblioteca del Congreso Nacional, p. 49.

*aún, directamente por el accionista controlador*²⁰ (Historia de la Ley N° 20.382, 2009, pp. 5 & 6) (énfasis nuestro).

El Senado también fue prevenido de dicho contexto y, además, sobre los contrastes de éste con otros sistemas legales que podrían tomarse como modelo para tales fines:

“A partir del año 2000, la legislación nacional comenzó a entregar crecientes atribuciones a esta clase de accionistas [minoritarios] para que pudieran ejercer mayores controles sobre la sociedad, siguiendo el modelo norteamericano en el que la propiedad de las sociedades se encuentra altamente difundida. *Esta realidad, sin embargo, no se verifica en Chile, donde, en promedio, los controladores tienen el 62% de la sociedad y los minoritarios el 36%* cuestión que ha redundado en que aquéllos, para evitarse conflictos, terminen comprando las participaciones de éstos, a quienes perciben como una carga en el desarrollo societario.” (Historia de la Ley N° 20.382, 2009, p. 335)²¹ (énfasis nuestro).

En suma, la propiedad de nuestras sociedades anónimas se caracteriza por encontrarse altamente concentrada y muy cercana en promedio a los quórums que la Ley sobre Sociedades Anónimas fija para la adopción de las decisiones más importantes de la vida social. El principal costo de agencia que se manifiesta en nuestro mercado, es aquel que emana de la relación entre accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios.

En este contexto, existen incentivos para que el accionista mayoritario –quien detenta o está cerca de controlar los máximos poderes de la sociedad, entre ellos, las facultades de los órganos de la sociedad y la distribución de los beneficios sociales– expropie al accionista minoritario, ya sea mediante la desviación de oportunidades comerciales u operaciones entre partes relacionadas, por ejemplo.

Veremos a continuación si las modificaciones al régimen de los directores independientes efectuadas por la Ley de Gobiernos Corporativos logran hacer frente a los problemas existentes, detectados e intentados corregir por nuestros legisladores.

Capítulo Segundo: El Director Independiente en el Directorio y en el Comité de Directores luego de la Ley de Gobiernos Corporativos.

²⁰ Supra 19, pp. 5 & 6. Mismo comentario hizo luego el Ministro de Hacienda de la época a la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados. Supra 20, p. 49. Este mismo problema reconoce la Supra 6, p. 52: “...indican relevantes flaquezas en el funcionamiento de los directorios, refiriéndose principalmente a la encuesta a los directorios chilenos llevada adelante por McKinsey el año 2007, que sugirió que casi un 40% de las decisiones [de la sociedad] eran adoptadas fuera de la sala del directorio (presumiblemente por el accionista controlador), 30% de los directores creían que los directorios agregaban poco o nada de valor y que casi un 80% de los directorios no contaban con mecanismos de auto-evaluación”.

²¹ Supra 19, p. 335.

“[L]a aprobación de este proyecto nos va a permitir dar un importante paso adelante para garantizar a una *persona que invierta en acciones, en el mercado de valores, que puede tener la certeza de que sus derechos estarán resguardados*, de que nadie va a usar y abusar de información privilegiada, *de que los directores van a ser elegidos y a actuar en forma coherente con los intereses de los minoritarios –al menos, algunos directores independientes– y de que se va a velar por evitar los conflictos de intereses.*” (Extracto de intervención del Ministro de Hacienda ante la Cámara de Diputados durante la discusión del Proyecto de LGC) (Historia de la Ley N° 20.382, 2009, p. 272)²² (énfasis nuestro).

La Ley de Gobiernos Corporativos dispuso que en nuestras sociedades anónimas los directorios de algunas de éstas deban incorporar al menos un director independiente, modificando de paso su definición y fortaleciendo las funciones del comité de directores del cual ellos forman parte²³.

Por consiguiente, la relevancia del director independiente como instrumento para lidiar con los costos de agencia debe ser analizada desde su condición de director por una parte y de integrante del comité de directores por la otra.

La sociedad anónima es una persona jurídica formada por la reunión de un fondo común, suministrado por accionistas responsables solo por sus respectivos aportes y administrada por un directorio integrado por miembros esencialmente revocables²⁴.

El Inc. 1° del Art. 31 de la Ley sobre Sociedades Anónimas, dispone que la administración de la sociedad la ejerza un directorio elegido por la junta de accionistas, sobre el cual recae la representación judicial y extrajudicial de la sociedad, y para el cumplimiento del objeto social –que actúa en este sentido como orientador de sus funciones–, está investido de todas las facultades de administración y disposición que la ley o el estatuto social no establezcan como privativas de la junta de accionistas (Art. 40, Ley sobre Sociedades Anónimas).

La manera como esos directores interactúan –ya sean independientes o no– también se encuentra regulada por la ley. Las funciones de director de una sociedad anónima no son delegables y se ejercen colectivamente, en sala legalmente constituida (Inc. 1°, Art. 39, Ley sobre Sociedades Anónimas).

Sin perjuicio de lo anterior, las responsabilidades en el ejercicio del cargo no son colectivas. Aunque existen casos de responsabilidad solidaria entre los directores sobre la forma de indemnizar²⁵, éstos no alteran el principio que los directores responden de su cargo individualmente y no colectivamente como un órgano²⁶.

²² Supra 19, p. 272.

²³ Art. 50 bis, Ley N° 18.046.

²⁴ Inc. 1°, Art. 1, Ley N° 18.046.

²⁵ Art. 41 & 45, Ley N° 18.046.

²⁶ Ver LYON, Alberto (2003): *Personas Jurídicas*. (Santiago, Ediciones Universidad Católica de Chile, primera edición) p. 125, sobre la calidad de órgano del directorio de la sociedad.

Debe distinguirse entonces, la responsabilidad individual del director de la obligación de indemnizar colectivamente en ciertos casos. Hace evidente lo anterior, el que el Art. 48 de la Ley sobre Sociedades Anónimas disponga que el director que quiera salvar su responsabilidad por algún acto o acuerdo del directorio, deba hacer constar en acta su oposición, y no su abstención podríamos agregar, ya que ésta no existe como alternativa para los directores bajo la Ley sobre Sociedades Anónimas.

La ley no contiene definición de director, pero sí de director independiente, que en su expresión actual se aleja de la vigente hasta antes de la Ley de Gobiernos Corporativos.

En efecto, lo relevante ahora no es la exclusión del accionista mayoritario en la elección de este tipo de directores²⁷, sino que la existencia o no de lazos dentro de un determinado periodo de tiempo entre el candidato a director independiente, la sociedad y algunos de sus *stakeholders*. Como señala la Historia de la Ley N° 20.382, la existencia de esos lazos presupone privar a una persona sensata de un grado razonable de autonomía, interferir con sus posibilidades de realizar un trabajo objetivo y efectivo, generarle un potencial conflicto de interés o entorpecer su independencia de juicio²⁸. No obstante, la Historia de la Ley N° 20.382 no da cuenta que se hayan tenido a la vista informes psicológicos, sociológicos o de similar naturaleza, que demostraran que un director con esas características es más proclive a obrar con dicha autonomía *vis a vis* el director que no cuenta con tales características.

Como comprobaremos más adelante, tal cambio de enfoque sigue las normas de independencia de directores que rigen actualmente en el mercado norteamericano para las sociedades que transan sus acciones en la New York Stock Exchange (“NYSE”) y en NASDAQ²⁹.

A este respecto, el Inc. 3 del Art. 50 bis de la Ley sobre Sociedades Anónimas, dispone que no se considerará independiente a quienes se hayan encontrado en cualquier momento dentro de los últimos 18 meses, en alguna de las siguientes circunstancias (i) mantuvieren cualquier vinculación, interés o dependencia económica, profesional, crediticia o comercial, de una naturaleza y volumen relevante, con la sociedad, las demás sociedades del grupo del que ella forma parte, su controlador, ni con los ejecutivos principales de cualquiera de ellos, o hayan sido directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales o asesores de éstas; (ii) mantuvieren una relación de parentesco hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, con las personas indicadas en el número anterior; (iii) hubiesen sido directores, gerentes, administradores o ejecutivos principales de organizaciones sin fines de lucro que hayan recibido aportes, contribuciones o donaciones relevantes de las personas indicadas en el número (i); (iv) hubiesen sido socios o accionistas que hayan poseído o controlado, directa o indirectamente, 10% o más del capital; gerentes; administradores o ejecutivos principales, de entidades que han prestado servicios jurídicos o de consultoría, por

²⁷ Aunque esto sigue teniendo importancia para definir cuándo un director tiene interés en el contexto del análisis de las operaciones entre partes relacionadas (Inc. 3°, Art. 44 y Art. 147 N° 1, Ley N° 18.046)

²⁸ *Supra* 19, pp. 8 & 9.

²⁹ *Supra* 19, pp. 60, 64, 334 & 336.

montos relevantes, o de auditoría externa, a las personas indicadas en el número (i); o (v) hubiesen sido socios o accionistas que hayan poseído o controlado, directa o indirectamente, 10% o más del capital; directores; gerentes; administradores o ejecutivos principales, de los principales competidores, proveedores o clientes de la sociedad.

Adicionalmente, la Ley de Gobiernos Corporativos modifica la Ley sobre Sociedades Anónimas en el sentido que esta última ahora dispone en su Art. 50 bis, que antes de definirse el nombramiento de los directores independientes, los candidatos deben asumir “el compromiso de mantenerse independientes por todo el tiempo en que ejerzan el cargo de director”.

No queda claro a este respecto si esta obligación de mantener la independencia se refiere a que las circunstancias descritas en los números 1) a 5) del Art. 50 bis deban mantenerse invariables o a que el director independiente deba actuar con independencia. Si se trata de lo primero, creemos que la independencia del director independiente se pierde desde el momento mismo en que acepta el cargo o si lo queremos graficar más claramente, desde el momento mismo en que ingresa a la sala del directorio (infringe Art. 50 bis N° 1)). Desde esa misma ocasión, el directorio se vincula con la sociedad y de manera más importante aún, personalmente con el directorio y cada uno de sus miembros y asesores.

Por su parte, si la obligación de mantenerse independiente se refiere al actuar con independencia en el ejercicio del cargo, la declaración es redundante, dado que no altera el régimen legal aplicable a todos los directores en esta materia, cual es el de actuar con independencia (Inc. 3º, Art. 39, Ley sobre Sociedades Anónimas)³⁰ y proteger el interés social y no el de determinados accionistas o grupos al interior de la sociedad (Art. 42, Ley sobre Sociedades Anónimas)³¹.

No obstante la ley distingue al director independiente de los demás directores, una vez elegido no le asigna funciones en el directorio distintas de las de los demás directores.

En este sentido, podría sostenerse que los casos de independencia del Art. 50 bis podrían alejar al director independiente del controlador pero, podemos agregar, sin acercarlo al accionista minoritario. Pasa a ser entonces la definición de director independiente una expectativa de comportamiento no verificada (ni siquiera presunción) sobre la base de ciertos antecedentes, nada más.

³⁰ “Los directores elegidos por un grupo o clase de accionistas *tienen los mismos deberes para con la sociedad y los demás accionistas que los directores restantes, no pudiendo faltar a éstos y a aquélla a pretexto de defender los intereses de quienes los eligieron*” (énfasis nuestro). Art.39, Ley N° 18.046.

³¹ “Los directores no podrán: 1) proponer modificaciones de estatutos y acordar emisiones de valores mobiliarios o adoptar políticas o decisiones que *no tengan por fin el interés social*; 6) usar en beneficio propio o de terceros relacionados, con perjuicio para la sociedad, las oportunidades comerciales de que tuvieren conocimiento en razón de su cargo; y 7) en general, practicar actos ilegales o contrarios a los estatutos o al interés social o usar su cargo para obtener ventajas indebidas para sí o para terceros relacionados en perjuicio del interés social” (énfasis nuestro). Art.42, Ley N° 18.046.

¿Son entonces las funciones del director independiente en el directorio iguales a las demás directores?

Sí.

No obstante, esto despierta serios problemas de interpretación a la hora de definir el marco de acción (deberes y obligaciones) del director independiente. El origen de la confusión, creemos, podría encontrarse en que la figura del director independiente ha sido reactiva al control del mayoritario y, principalmente, a la trascendencia que se le ha querido dar política y publicitariamente a esta figura al margen de la realidad jurídica.

Congruente con este principio, la Ley de Gobiernos Corporativos tampoco otorga acción alguna a los accionistas minoritarios, ya sea como grupo o individualmente considerados, para exigir un determinado comportamiento de los directores independientes en su beneficio. De esta forma, no existe la obligación de los directores independientes de proteger directamente a los accionistas minoritarios ni la posibilidad que éstos exijan tal comportamiento de parte de los primeros.

A lo anterior se suma la prohibición expresa contenida en el Inc. 3° del Art. 39 de la Ley sobre Sociedades Anónimas antes vista. Dicha prohibición existe desde la promulgación de la misma ley (año 1981), no fue modificada por la Ley de Gobiernos Corporativos y se encuentra complementada por el número 1) del Art. 42 de la Ley sobre Sociedades Anónimas que, como adelantamos, prohíbe a los directores adoptar acuerdos contrarios al interés social. En este último sentido, existen diversos acercamientos y teorías respecto a lo que constituye el interés social³², pero todos estos concuerdan en que no se refiere al interés de un accionista o grupo de accionistas, ya sea éste mayoritario o minoritario.

Uno esperaría encontrar respuestas en la Historia de la Ley de Gobierno Corporativo a las contradicciones entre lo enunciado por el Ejecutivo y lo finalmente dispuesto por la misma ley.

Lo cierto es que lo que ésta demuestra, es que al margen de algunas referencias a organismos internacionales y estudios que recomiendan la incorporación de directores independientes en los directorios³³, nuestros legisladores no analizaron ni menos definieron la forma cómo –carente de obligación legal de hacerlo y con prohibición expresa de favorecer a determinados grupos– los directores independientes podrían servir como herramienta para defender los intereses de los accionistas minoritarios frente a eventuales abusos de los accionistas mayoritarios.

³² En este sentido ver ALCALDE, Enrique (2007): *La Sociedad Anónima. Autonomía Privada, Interés Social y Conflictos de Interés* (Chile, Editorial Jurídica de Chile), p. 29 y siguientes, y ZEGERS, Matías y ARTEAGA, Ignacio (2004): “Interés social, deber de lealtad de los directores y conflictos de interés”, *Revista Chilena de Derecho*, vol. 31, N° 2, Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Chile, p. 267.

³³ *Supra* 19, pp. 5, 6 & 193.

Estamos de acuerdo con el profesor Alcalde entonces, que de verificarse tal relación de protección (accionista minoritario – director independiente) se atentaría contra el principio orgánico de la sociedad anónima, toda vez que los directores no son mandatarios de accionista alguno³⁴, ni menos podrían controlar a los accionistas, que son quienes los eligen y ante los cuales son primeramente responsables del ejercicio de su cargo y, en particular, de la administración social.

Ahora, en relación con el director independiente en el comité de directores, la Ley de Gobiernos Corporativos modifica algunos aspectos del comité de directores mas no la forma de participar del director independiente en éste.

En primer lugar, la Ley de Gobiernos Corporativos mantiene en 3 el número de sus miembros, pero requiere que esté compuesto mayoritariamente por directores independientes (Inc. 9º, Art. 50 bis, Ley sobre Sociedades Anónimas), cuyo mecanismo de elección se encuentra fijado en la Circular SVS N° 1.956 de 22 de diciembre de 2009.

En segundo lugar, se modifican las funciones del comité de directores (Inc. 8º, Art. 50 bis, Ley sobre Sociedades Anónimas), al agregar las siguientes 2 nuevas tareas: (i) preparar un informe anual de su gestión, en que se incluyan sus principales recomendaciones a los accionistas y (ii) informar al directorio respecto de la conveniencia de contratar o no a la empresa de auditoría externa para la prestación de servicios que no formen parte de la auditoría externa, cuando ellos no se encuentren prohibidos de conformidad a lo dispuesto en el Art. 242 de la Ley de Mercado de Valores. Asimismo, al comité de directores ahora también le corresponde examinar los sistemas de remuneraciones y planes de compensación no solo de los gerentes y ejecutivos principales, sino que también de los trabajadores de la empresa (Nº 4), Inc. 8º, Art. 50 bis).

Adicionalmente, la Circular N° 1.956 de 22 de diciembre de 2009 de la SVS, agrega que la facultad del N° 1) del Inc. 8º del Art. 50 bis, que dispone examinar los informes de los auditores externos, el balance y demás estados financieros presentados por los administradores o liquidadores de la sociedad a los accionistas y pronunciarse respecto de éstos en forma previa a su presentación a los accionistas para su aprobación, deberá llevarse a cabo por el comité en forma previa a la sesión de directorio que trate la aprobación de tales informes, debiendo comunicar oportunamente los acuerdos respectivos a dicho órgano.

Ya antes de la dictación de la Ley de Gobiernos Corporativos, la Ley sobre Sociedades Anónimas disponía que las deliberaciones, acuerdos y organización del comité se rigen, en todo lo que les fuera aplicable, por las normas relativas a las sesiones de directorio de la sociedad y que el comité comunicará al directorio la forma en que solicitará información, así como también sus acuerdos (Inc. 10º, Art. 50 bis y antiguo Inc. 7º del mismo Art.); y que los directores que integren el comité además de la responsabilidad inherente al cargo de director, responderán solidariamente de los perjuicios que causen a los accionistas y a la sociedad (Inc. 14, Art. 50 bis y antiguo Inc. 11 del mismo artículo).

³⁴ ALCALDE (2007) p. 85.

Las nuevas funciones de redactar un informe anual de gestión con recomendaciones a los accionistas, informar al directorio sobre la conveniencia de contratar auditores externos y examinar los sistemas de remuneraciones y planes de compensación de los trabajadores, parecieran no modificar sustancialmente el régimen de protección de los accionistas minoritarios frente a eventuales casos de expropiación del controlador por la participación del director independiente en ellas, toda vez que, nuevamente, al director independiente no se le asignan especiales poderes para cumplir esas funciones en interés del minoritario. Cosa muy distinta es si dichas funciones son realmente útiles para dichos fines.

La Ley de Gobiernos Corporativos tampoco altera los derechos y obligaciones del director independiente respecto de su desempeño en el comité de directores. Desde antes de su dictación, a los miembros del comité les era aplicable el régimen de formalidades y responsabilidad de los directores, pero respondiendo solidariamente de los perjuicios que sus acciones u omisiones dolosas o culposas pudiesen causar a los accionistas o a la sociedad.

Visto lo anterior, podemos concluir que la Ley de Gobiernos Corporativos no altera considerablemente las funciones del comité de directores ni los deberes y obligaciones de sus miembros –sean estos directores independientes o no– en el sentido de orientarlas a la protección del accionista minoritario frente a la eventual expropiación del controlador.

Capítulo Tercero: Interacción del Director Independiente con los demás Órganos de la Sociedad y la Distribución de Poderes en las Sociedades Anónimas Chilenas

Los profesores Donelli, Larraín y Urzúa sostienen que los problemas de agencia parecieran ser un obstáculo para la dispersión de la propiedad en las compañías, pero no un incentivo para una mayor concentración³⁵ y que aparentemente los beneficios del control son demasiado importantes para los accionistas mayoritarios, para que estén dispuestos a diluir su participación accionaria y elijan un portafolio diversificado³⁶.

Vimos en el capítulo primero de este trabajo, como nuestras sociedades anónimas se caracterizan por una marcada concentración de la propiedad y como recientes estudios vinculan dicha concentración con el interés de los accionistas en ejercer un férreo control sobre las actividades sociales. También adelantamos que los índices de concentración de la propiedad son similares a los quórums establecidos en la ley (Art. 67, Ley sobre Sociedades Anónimas) para la adopción por parte de los accionistas de trascendentales decisiones.

Siendo las motivaciones de los controladores para conservar los comentados porcentajes de participación accionaria materia de otro estudio, lo cierto es que dicho control les confiere un inmenso poder en nuestras sociedades anónimas.

La junta de accionistas es el instrumento primario de formación de la voluntad de las personas jurídicas. Se suele decir que la junta se encuentra en situación de supremacía y es el órgano –de deliberación, podríamos agregar– soberano de la sociedad, no en el sentido que su actividad no esté sujeta a limitaciones, que las tiene múltiples³⁷, sino en cuanto que sus miembros no son designados por nadie (lo son en virtud de su calidad de socios) y a la vez porque no deben rendir cuentas de su actividad a otro órgano de la sociedad³⁸, como sí deben hacerlo el directorio y los ejecutivos, podríamos agregar.

De esta forma, a la junta de accionistas le corresponde tratar cualquier asunto que se relacione con los intereses sociales, a no ser que en virtud de la ley o de los mismos estatutos (que los propios accionistas definen), se haya atribuido especialmente a otro órgano la decisión sobre una materia determinada relativa a la vida de la entidad o

³⁵ Supra 9, p.18.

³⁶ *Ibíd.*, p. 22. Asimismo, los profesores Donelli, Larraín y Urzúa, destacan que no obstante las modificaciones legales incorporadas en el año 2000 (Ley de OPAS) destinadas a introducir buenas prácticas de gobierno corporativo, en particular, en relación con transferencias de control, regulación de operaciones entre partes relacionadas, y la incorporación de directores independientes a los comités de directores, no se produjeron cambios evidentes en la tenencia de acciones directa o indirecta de los controladores en las sociedades. (Supra 9, p. 37).

³⁷ Ver Art. 30 Ley N° 18.046 y Art. 1546 del Código Civil.

³⁸ Supra 26, p. 127, citando a FERRARA, Francisco (1981): *Sociedades y Empresarios* (Madrid, Editorial Revista de Derecho Privado), p. 160 y FERRARA, Francisco (1943): *Teoría de la Persona Jurídica* (Barcelona, Editorial Bosch) p. 763 y siguientes.

se haya limitado su competencia por alguna razón de bien público o en protección de los intereses de las minorías³⁹.

Aunque se sostenga que el poder de la junta de accionista se expresa principalmente en el plano interno societario, siendo el directorio el encargado del gobierno de la sociedad⁴⁰, lo cierto es que dichas manifestaciones internas tienen importantes consecuencias en el plano externo y por tanto determinan el campo de acción del directorio.

Así es, por ejemplo, que está entregado a la voluntad de la junta de accionistas (i) la distribución de utilidades, (ii) la elección de los miembros del directorio, (iii) la disolución, transformación, fusión o división de la sociedad y la reforma de sus estatutos –incluidos en éstos la modificación de las competencias del directorio y la propia junta–, (iv) la emisión de bonos, (v) la enajenación de parte importante del activo, (vi) el otorgamiento de garantías reales y personales para caucionar obligaciones de terceros, (vii) el saneamiento de la nulidad por vicios formales, (viii) la aprobación de aportes y estimación de bienes no consistentes en dinero, (ix) la modificación de las facultades reservadas a la junta de accionistas o de las limitaciones a las atribuciones del directorio, etcétera (Arts. 56, 57 y 67 de la Ley sobre Sociedades Anónimas).

Debemos destacar que corresponde a los accionistas constituyentes y luego reunidos en junta, definir el tipo de negocios que la sociedad realizará y que el directorio administrará.

Para ello definen un objeto social al momento de constituir la sociedad o modificarla, el cual sirve de guía, o más bien hoja de ruta, para el directorio. En este sentido, los accionistas fijan las reglas del juego para los directores y, además, aunque se desempeñen conforme a esas reglas, pueden reemplazarlos como un director técnico con sus jugadores.

En suma, los directorios chilenos, aunque por ley detentan la administración de la sociedad, no pueden actuar autónomamente en la adopción de las más importantes decisiones sociales. Además, tienen una capacidad pro activa limitada para así hacerlo.

Por ejemplo, mientras los accionistas pueden convocar libremente a la junta simplemente indicando las materias que se tratarán⁴¹, los directores solo pueden hacerlo

³⁹ Supra 26, p. 133.

⁴⁰ *Ibíd.*, p. 128.

⁴¹ Aunque existe la tesis que aun en este caso el directorio no puede actuar como “facilitador” de la citación, sino que tiene que evaluar si la misma es contraria o no al interés social. En oposición a esta tesis, y además de razones de texto (“El directorio *deberá* convocar: 3) a junta ordinaria o extraordinaria, según sea el caso, cuando así lo soliciten accionistas...” (énfasis nuestro)) de la Ley N° 18.046 (N° 3), Art. 58), podría sostenerse que dado que el directorio no es el órgano de fiscalización de los accionistas la protección no está dada por la evaluación del directorio, sino que por la obligación del accionista que cita a la junta de hacerlo respetando los derechos de la sociedad (entendido como el interés social) y los de los demás accionistas, estando obligado además, a ejercer tal facultad de buena fe (Art. 30, Ley N° 18.046 y Art. 1545 Código Civil).

cuando los intereses de la sociedad –el interés social– lo justifiquen (Art. 58, Ley sobre Sociedades Anónimas).

Las importantísimas facultades de la junta son potenciadas por el alto nivel de concentración de la propiedad que exhibe nuestro mercado. Como vimos, tal situación crea incentivos para que el directorio y la junta de accionistas –capturada por un accionista que posee generalmente los quórum necesarios para adaptar las más importantes decisiones de la vida social, entre ellos remover a los directores, fijarles sus remuneraciones y limitar sus funciones– colaboren activamente. Prueba de lo anterior es que como hemos venido comentando, en nuestro mercado no se ha manifestado tradicionalmente el denominado primer problema de agencia entre propietarios y administradores, siendo la excepción que confirma la regla el denominado “Caso La Polar”, que ocurrió, justamente en una sociedad sin un claro controlador.

En este contexto es que debemos preguntarnos ¿qué puede hacer un director independiente desde el directorio o un comité de directores frente a la expropiación del minoritario por el controlador?

No más que un director no independiente.

El director independiente no cuenta –al margen de su conveniencia o no– con las herramientas necesarias para así hacerlo y, adicionalmente, el órgano desde el cual debería hacer valer dicha protección, como vimos, se encuentra siempre (en último término) subordinado al poder de la junta y generalmente al del controlador.

Los más relevantes casos de gobierno corporativo de los últimos años en esta materia evidencian esta falta de capacidad:

En el denominado “Caso Fasa”, surgido a principios del año 2008 antes de la dictación de la Ley de Gobiernos Corporativos, los 2 directores elegidos con los votos de las AFP’s, poco pudieron hacer frente al apoderamiento de las funciones del directorio por parte del controlador y la toma de decisiones fuera del directorio.

Por su parte, en el denominado “Caso Enersis”, 2 de los 3 directores independientes⁴², no se opusieron a que una operación entre partes relacionadas –que tienen por objeto precaver las transferencias de valor en perjuicio de los minoritarios– se sustrajera de las disposiciones que las regulan y se afectara el interés de los accionistas minoritarios, como éstos rápidamente se encargaron de manifestar.

El director independiente entonces, no es la herramienta adecuada para otorgar protección al accionista minoritario frente a los eventuales abusos del controlador en nuestro mercado. Buscaremos las raíces de esto en el capítulo siguiente.

Capítulo Cuarto: *One Size Does Not Fit All*

Durante la discusión en la Cámara de Diputados del Proyecto de LGC, el entonces diputado, profesor Rodrigo Álvarez, hizo ver a la Cámara el adecuado matiz

⁴² Oficio Superintendencia de Valores y Seguros de Chile N° 18.684 del 3 de agosto de 2012.

que debe existir entre la necesaria internalización, el alineamiento internacional y la asimilación de fuentes extranjeras.

Al efecto, señaló que históricamente el Congreso ha cometido el error de establecer normas que son muy adecuadas para la legislación norteamericana, pero que no se pueden aplicar apropiadamente en mercados distintos como el chileno desde el punto de vista del tamaño y la concentración. Apuntó además, que en Estados Unidos el gran debate corporativo radica en cómo devolver el poder a los accionistas, cosa totalmente distinta a lo que ocurre en nuestras sociedades, donde se observa un altísimo nivel de concentración de la propiedad. Finalizó su intervención advirtiendo que debe tenerse cuidado respecto de la diferencia que existe entre los mercados en cuanto a tamaño e historia legislativa, “porque una cosa es la legislación anglosajona y la otra, nuestra natural dependencia de la legislación europea”⁴³ (Historia de la Ley N° 20.382, p. 270).

Como contrapunto, el Ministerio de Hacienda de la época señaló al Senado que el Proyecto de LGC no venía proponiendo una mayoría de directores independientes como lo hacía la legislación norteamericana⁴⁴, sino “solo al menos uno” cuando la empresa tenga una cantidad de accionistas minoritarios que justifique su presencia en el directorio⁴⁵.

Lo cierto es que no obstante la prevención del profesor Álvarez, nuestros legisladores eligieron seguir el modelo imperante en Estados Unidos al decidir implementar la figura de los directores independientes en Chile⁴⁶, pero sin considerar las diferencias de mercado, sistema jurídico y distribución de poderes dentro de nuestras sociedades anónimas.

La figura del director independiente no es nueva en Estados Unidos. Sus orígenes se remontan a 1982 cuando, en el primer borrador del denominado “Principles of Corporate Governance: Restatement and Recommendations” del American Law Institute, se proponía avanzar hacia un “sistema de monitoreo” más desarrollado que el tradicionalmente ofrecido en las leyes estatales⁴⁷. El objetivo de los impulsores de este cambio, fue separar, en la tarea de manejar grandes sociedades anónimas, la de aquellos encargados de monitorear (los directores) de la de quienes dirigen su día a día (los ejecutivos)⁴⁸.

⁴³ Supra 19, p. 270.

⁴⁴ Securities and Exchange Commission Rule 303A.01 de Independent Directors del 3 de noviembre de 2004 y NASDAQ Rule 5605(b)(1) de 2012 .

⁴⁵ Supra 19, p. 336.

Luego, y como vimos, ya había declarado ante el Congreso que: “...de que los directores van a ser elegidos y a actuar en forma coherente con los intereses de los minoritarios –al menos, algunos directores independientes–...”. (Historia de la Ley N° 20.382, p.272)

⁴⁶ Supra 19, pp. 60, 64, 334 & 336.

⁴⁷ En EE.UU. la regulación de este tipo de normas está entregada a cada uno de los estados que lo conforman. Es en este sentido, materia de *state law* y no *federal law*.

⁴⁸ Esta iniciativa no estuvo exenta de críticas en sus inicios. Ver SELIGMAN, Joel (1986-1987): “Sheep in Wolf's Clothing: The American Law Institute Principles of Corporate Governance Project”, *Geo. Wash. L. Rev*, vol.55: p.325. Mayor debate en CARNEY,

Bajo el modelo en análisis, los *managers*⁴⁹ estarían encargados de “gerenciar” la compañía, mientras que el directorio debería vigilar la acción de los primeros. Para tales fines, gran importancia se ha dado de manera creciente en Estados Unidos a la participación de directores independientes⁵⁰, toda vez que se estimaba que el director que no desempeñaba cargos de dirección o fuera parte del grupo de *managers*, podría desempeñar de mejor forma su rol de vigilancia sobre éstos.

Este modelo asume la existencia del paradigma de Berle & Means en las sociedades, donde *managers* “empoderados” expropian a accionistas apáticos y dispersos⁵¹, debido en parte, a la falta de monitoreo y control de los directores.

En EE.UU. los directorios tienen básicamente dos funciones. Primero, aunque rara vez participan en la toma de decisiones del día a día –las cuales recaen en los ejecutivos o *managers*–, la mayoría cuenta con algunas funciones de administración, entre éstas, la de fijar principios generales de administración de la compañía⁵². Segundo, es deber del directorio monitorear y “disciplinar” a los *managers*⁵³.

Por su parte, en EE.UU. –en particular en el Estado de Delaware, jurisdicción donde la gran mayoría de la sociedades listadas se encuentran constituidas– no obstante la ley entrega a los accionistas funciones en el proceso de toma de decisiones y en la elección de directores (Delaware General Corporation Law Sec. 212(a) y (b)), éstas se encuentran limitadas a circunstancias extraordinarias en la vida social,⁵⁴ tales como: fusiones o adquisiciones, disolución de la compañía, modificación a los estatutos, planes de compensación y votación sobre materias políticas de la sociedad que deben ser impulsadas por los accionistas bajo las normas de la *Securities and Exchange Commission* (“SEC”)⁵⁵.

William J (1988): “Section 40.1 of the American Law Institute’s Corporate Governance Project: Restatement or Misstatement?”, *Washington University Law Review*; Volume 66; Issue 2.

⁴⁹ Por *managers* nos referimos a todos quienes no siendo directores, detentan labores de administración y dirección de la compañía.

⁵⁰ Ver BAINBRIDGE, Stephen (2002): “M. Why a Board?, Group Decision Making in Corporate Governance”, *Vanderbilt Law Review*, Vol. 55, N° 1, p. 9.

⁵¹ CLARKE, Donald (2006): “Setting The Record Straight: Three Concepts Of The Independent Director”, *The George Washington University Law School Public Law And Legal Theory*, Working Paper N° 199, p. 7.

⁵² BAINBRIDGE, Stephen (2002a): “Critique of the NYSE’s Director Independence Listing Standards”, UCLA School of Law, Research Paper N.02-15, sin N° de p.

⁵³ MANNING, Bayless (1984): “The Business Judgment Rule and the Directors’ Duty of Attention: Time for Reality”, 39 *BUS.LAW.* 1477, 1494. En esta obra se sostiene que el rol del directorio no consiste en adoptar conductas frente a situaciones particulares, sino que en ejercer un rol de vigilancia permanente interrumpido por la participación activa sobre la adopción de decisiones en determinadas materias. Citado por Supra 52, sin N° de p.

⁵⁴ Supra 52, sin N° de p.

⁵⁵ Ver DRAVIS, Bruce (2007): *The Role of Independent Directors after Sarbanes-Oxley* (USA, American Bar Association) pp. 99 a 102 y DRAVIS, Bruce (2007a): *Independent*

Sin perjuicio que dichas materias deban ser resueltas por los accionistas, importantes funciones y facultades recaen sobre el directorio y los ejecutivos para evaluar tales asuntos, y determinar en qué términos y condiciones éstas serán llevadas al conocimiento de los accionistas, los cuales, a su turno, no están facultados para presentar desde su origen estos asuntos⁵⁶, haciendo que el ejercicio de dichas facultades pierdan poder frente al directorio y ejecutivos.

De esta forma, la evaluación del detalle de dichas materias es revisada por los ejecutivos y el directorio antes de ser sometidas a conocimiento y votación de los accionistas, y usualmente son acompañadas de una *fairness opinion* o informe de peritos con el objeto de proporcionar una confirmación independiente que la decisión del directorio –en control de los ejecutivos– ha sido producto de un apropiado ejercicio de sus deberes fiduciarios⁵⁷.

Este poder de influir en las decisiones de la junta de accionistas emana de directores y ejecutivos que los accionistas no han elegido y tampoco pueden controlar, toda vez que en las sociedades norteamericanas no es común que exista un accionista que pueda determinar el resultado de las elecciones de los directores⁵⁸.

Adicionalmente, el poder de voto de los accionistas limita con ciertas medidas de protección de que gozan los directorios. Aunque originalmente creadas para salvaguardar la independencia del directorio frente a tomas de control hostil o ejecutivos “empoderados”, algunas medidas de protección afectan el poder de voto de los accionistas. Una de estas medidas comprende la elección de solo 1/3 de los directores en cualquier año, lo cual configura las denominadas *staggered boards*.

Este tipo de directorios otorga protección a la continuidad de la sociedad ante posibles nuevos accionistas, toda vez que el nuevo accionista (con suficiente poder de voto) no podría reemplazar íntegramente al directorio de una sola vez⁵⁹ pero, de otro lado, también genera dificultades para que los accionistas descontentos con el directorio puedan remover libremente a sus miembros. En suma, las *staggered boards* también sirven como mecanismo de fortalecimiento para el directorio *vis a vis* la junta de accionistas⁶⁰.

Son entonces los directores y, más aun, los ejecutivos o *managers*, los que con una significativa independencia en la toma de decisiones, aun controlan el día a día de las compañías norteamericanas⁶¹, no obstante los esfuerzos por devolver el poder a los

Director's Guidebook (USA, American Bar Association Section of Business Law), p. 100.

⁵⁶ DRAVIS (2007) pp. 99 a 102.

⁵⁷ DRAVIS (2007a) p. 104.

⁵⁸ Supra 57, p. 102.

⁵⁹ *Ibidem*.

⁶⁰ Otra medida de fortalecimiento del directorio radica en los Comités de Sucesión, los cuales proponen a los accionistas –dispersos y apáticos– candidatos a directores para las próximas elecciones. De esta forma, el directorio puede “perpetuar su propia especie” (con una visión de negocio común) dentro del directorio de la sociedad.

⁶¹ Supra 57, p. 99

accionistas, mediante la utilización de *proxies* de votación, el aumento de los asuntos que pueden iniciarse a propuesta de los accionistas, la real participación de éstos en la nominación de directores, entre otras medidas.

La autora Sophie Cools reflexiona que los directorios norteamericanos pueden actuar autónomamente en materias en las cuales un directorio europeo –o chileno como vimos–, debe solicitar autorización a los accionistas.

Esta esencial diferencia se ve reforzada con otras 2 más: es más fácil para los accionistas de una sociedad europea fijar la agenda de los temas a discutir en una junta de accionistas que los accionistas de una sociedad norteamericana y el enfoque de la Ley de Delaware permite a los directores asumir una serie de poderes en relación con las juntas de accionistas⁶², principalmente, como vimos, en lo referido a la preparación de los asuntos que serán sometidos a la junta.

La conclusión que emerge de lo anterior, es que la distribución de poderes en las compañías norteamericanas es muy distinta a las chilenas.

Mientras en EE.UU el poder recae en los *managers* y el directorio como control de los primeros, en Chile recae en la junta principalmente y en el directorio en segundo término, el cual, a su vez, es integrado por una mayoría de miembros elegidos con votos del controlador (con los incentivos que esto conlleva).

Mientras en EE.UU el problema de agencia radica en la relación entre accionistas y ejecutivos o *managers*, jugando el directorio un importante rol para lidiar con este costo conforme a las funciones que la ley de EE.UU. le ha conferido, en Chile el problema de agencia radica en la relación entre el accionista minoritario y el accionista mayoritario, donde el director independiente poco tiene por hacer, dado que los órganos que él integra (directorio y comité de directores) –al margen de la competencia que le da sus obligaciones legales– se encuentran “subordinados” a la junta de accionistas y el directorio –“controlado” por la junta–, respectivamente.

La solución que encuentra el derecho norteamericano al principal problema de agencia que enfrenta esta área de su mercado, es la de rodear a los *managers* con individuos dentro y fuera de la compañía que se encuentren en una posición de influir en sus decisiones y acciones, siendo al mismo tiempo independientes de éstos y un control sobre ellos: los directores independientes, pasando este tema a ser uno de los centrales de la Sarbanes-Oxley Act (“SOX”)⁶³.

En EE.UU. el término “director independiente” se refiere a un director que no tiene una conexión de relevancia económica o personal con la compañía que difiera de su rol de director⁶⁴. Con todo, la definición o más bien el concepto de director independiente no es producto de una única conceptualización.

⁶² COOLS, Sophie (2004): “The Real Difference in Corporate Law Between The United States and Continental Europe: Distribution of Powers”, *Harvard Law Review, Discussion Paper N° 490*, p. 703.

⁶³ *Supra* 56, p. 13.

⁶⁴ *Ibíd.*, p. 5.

Entre las normas que configuran al director independiente están (i) SOX, que se ha limitado a fijar lineamientos generales⁶⁵, (ii) las disposiciones de la SEC y (iii) principalmente, los requisitos de listado de la NYSE y NASDAQ, que han abordado el tema de manera muy similar y han articulado los principios básicos de la definición⁶⁶, al exigir que las sociedades listadas en ellas cuenten con una mayoría de directores independientes en sus directorios (NYSE Section 303A.01 y NASDAQ IM-5605-b-1).

Al efecto, la NYSE exige que sea el directorio el que determine que un director independiente no “tiene una relación relevante (*material*) con la compañía (ya sea como socio, accionista o ejecutivo de una organización que tenga algún tipo de relación con la compañía)”, debiendo hacer públicos los fundamentos de tal determinación (NYSE Rule 303A.02(a)).

Para tales fines, la NYSE fija un catálogo de casos en los cuales la independencia no puede verificarse (NYSE Rule 303A.02(b)). De esta forma, la NYSE orienta a las compañías listadas a considerar todas las circunstancias relevantes al momento de definir aquellos casos en que la independencia de un director se encuentra comprometida, haciendo notar en el “Comentario a la Norma”, que las denominadas relaciones relevantes, pueden incluir vínculos de índole comercial, industrial, bancaria, de consultoría, legal, contables, de caridad y familiares, entre otras (NYSE Rule 303A.02(a)).

A su turno, NASDAQ, que sigue a NYSE en esta materia estandarizando de esta forma el concepto, define al director independiente como una persona distinta de un ejecutivo o empleado de la compañía o cualquier otro individuo con el cual la compañía tenga un vínculo, que en la opinión del directorio pueda interferir con un juicio independiente en el cumplimiento de las obligaciones del director. Luego de dicho enunciado, NASDAQ, tal como NYSE, indica casos particulares en los que se afecta la independencia (NASDAQ Rule 5605(a)(2)) debiendo ser el directorio quien determine si el director es o no independiente conforme a estos estándares (NASDAQ Rule IM-5605).

Las principales circunstancias que según NYSE y NASDAQ afectan la independencia del director, son: (i) ser o haber sido empleado de la compañía (NYSE Rule 303A.02(b)(i) y NASDAQ RULE 5605(a)(2)(A)) o ser familiar de alguien que actualmente es o haya sido ejecutivo de la compañía (NASDAQ RULE 5605(a)(2)(C)), (ii) recibir o haber recibido pagos de la compañía en exceso de US \$120.000 por distintas causas (NYSE Rule 303A.02(b)(ii) y NASDAQ RULE 5605(a)(2)(B)), (iii) ser socio o empleado o haber sido socio o empleado de la firma de auditoría de la compañía (NYSE Rule 303A.02(b)(iii) y NASDAQ RULE 5605(a)(2)(F)), (iv) ser o haber sido ejecutivo de otra compañía en donde cualquiera de sus actuales ejecutivos al mismo tiempo sea parte o haya sido parte del comité de compensaciones de dicha compañía (NYSE Rule 303A.02(b)(iv) y NASDAQ RULE 5605(a)(2)(E)) y (v) ser empleado de una compañía que ha hecho pagos o recibido pagos de la compañía por bienes o servicios (NYSE Rule 303A.02(b)(v) y NASDAQ RULE 5605(a)(2)(D)).

⁶⁵ *Ibíd.*, p. 13.

⁶⁶ *Supra* 56, p. 14 y *Supra* 57, p. 15 & 25.

La jurisprudencia norteamericana –fiel a su sistema jurídico de precedentes– también ha hecho su parte al afinar la definición de independencia.

Un caso emblemático es “*Beam vs. Martha Steward*” donde se alegó que ciertos directores carecían de independencia al tener lazos de amistad con Martha Steward (quien además como controladora de la sociedad podía removerlos del directorio). En este caso se determinó que, aunque existan situaciones de esta naturaleza, las alegaciones de una relación de amistad o comercial individualmente considerada, son insuficientes para levantar una duda razonable sobre la independencia de un director⁶⁷ (845 A.2d 1020 (2004)).

Esta duda razonable no obstante, sí surgió en “*In re Oracle Derivative Litigation*”, 824 A.2d 917 (Del. Ch. 2003), donde los miembros de un comité especial de controversias y las partes envueltas en la disputa tenían estrechos lazos con Stanford University, dado que 2 profesores de Stanford fueron llamados a resolver alegaciones en contra de otro profesor de la universidad, un benefactor de ésta y un potencial benefactor. La corte sostuvo que “esta atmósfera social estaba demasiado teñida de *cardinal red* (los colores de esta universidad) para que el comité pudiese considerarse independiente”⁶⁸.

De esta forma, los requisitos de independencia en EE.UU. son, en su esencia, un mecanismo que tiende a que el directorio incluya miembros que no se vean inherentemente expuestos a conflictos entre sus intereses pecuniarios y sus obligaciones para con los accionistas, por lo que, en teoría al menos, los directores independientes serían menos propensos a ser objeto de presiones para apoyar o ignorar acciones de los ejecutivos que pudiesen perjudicar a la compañía y, por consiguiente, a los accionistas⁶⁹.

Para el profesor Stephen M. Bainbridge al momento de justificar estas modificaciones no se tuvo a la vista evidencia para fundamentar esta mera “declaración de fe”⁷⁰, en el sentido que no se analizaron informes psicológicos ni sociológicos que indicaran que un director con características de independiente obraría conforme al objeto de la ley: fiscalizar de mejor forma a los *managers* que aquel director que no

⁶⁷ *Beam Ex Real. M. Stewart Living v. Stewart* (2004), Delaware, 845 A.2d 1020.

⁶⁸ *In re Oracle Derivative Litigation* (2003) Delaware, 824 A.2d 917 (Del. Ch)

⁶⁹ *Supra* 57, p. 30.

Bajo SOX, el rol de los directores independientes como fiscalizadores de los ejecutivos, los hace enmarcarse dentro de la categoría de *gatekeepers*, siendo donde principalmente desempeñan dicho rol, en los distintos comités que SOX les ha obligado integrar. Por ejemplo, el comité de auditoría debe estar compuesto exclusivamente por directores independientes y tiene la obligación de asumir un listado de pormenorizadas actividades en nombre de la compañía, incluyendo determinar al auditor independiente, aprobar los estados financieros, fijar procedimientos internos de alerta, entre muchos otros (Release 33-8220 (2203) llamado el “*Audit Committee Release*”). Más allá de un largo listado de actividades –que incluye su integración de los comités de nominaciones y compensaciones– está la expectativa que los directores independientes desempeñen labores de gobierno corporativo consistentes con los requisitos de independencia, códigos de ética y otros estándares no estatutarios (*Supra* 57, p. 138 & 133).

⁷⁰ *Supra* 54, sin N° de p.

contara con dichas características. Esto es, como vimos, muy similar a lo ocurrido en Chile durante la tramitación de la Ley de Gobiernos Corporativos.

Dada la diferencia de funciones que se espera cumpla el director independiente norteamericano *vis a vis* el director independiente chileno, no resulta extraño comprobar que tanto NYSE (Section 303A.00) como NASDAQ (Listing Rule 5615(c)(2)) eximan a las compañías con un claro controlador (50% del derecho a voto, para la elección del directorio agrega NYSE⁷¹) en ellas listadas, de la obligación de contar con una mayoría de directores independientes en su directorio.

Como destaca el profesor Donald C. Clark en su estudio titulado “*Setting The Record Straight: Three Concepts Of The Independent Director*”, estas regulaciones ven al director independiente como un aliado de los accionistas en la protección de sus intereses ante los conflictos de interés que pudiesen surgir con los ejecutivos, pero no como una protección contra otros accionistas⁷².

¿Para qué, podríamos agregar, quiere un controlador norteamericano a un director independiente, si él puede designar con sus votos a la mayoría de los directores para que ejerzan una correcta fiscalización de los managers?⁷³.

⁷¹ Lo que constituye un elemento adicional para señalar que el control en EE.UU. se mide sobre el directorio y no la junta, toda vez que los principales poderes de la sociedad, entre ellos nombrar y monitorear a los *managers*, radican en el directorio.

⁷² Supra 51, p. 16.

⁷³ Concluye Clark señalando que los accionistas minoritarios bien podrían necesitar protección frente a los accionistas mayoritarios, pero las bolsas (NYSE y NASDAQ) dejan esa determinación en manos de otros cuerpos legales, tales como las leyes federales en materia de entrega de información y las leyes estatales en materia de derechos fiduciarios (Supra 51, p.16).

Conclusiones

Numerosos mensajes fueron enviados al mercado durante la tramitación de la Ley de Gobiernos Corporativos en lo que al rol del director independiente en nuestras sociedades anónimas concierne. Se dijo que el director independiente velaría desde el directorio y el comité de directores por los intereses del accionista minoritario y, en particular, porque éste no fuera víctima del abuso del accionista controlador.

Dichos mensajes y despliegues publicitarios, podrían estar siendo interiorizados por distintos *stakeholders* al momento de adoptar sus decisiones de inversión, como si un inversionista le asignara más valor o esperara mayores tasas de retorno a su participación en una sociedad en la cual se han designado directores independientes, toda vez que una de las funciones de ese director sería la de velar por los intereses del inversionista. Esto no es así.

La gran mayoría de las principales sociedades anónimas transadas en bolsa en Chile presentan altísimos niveles de concentración de la propiedad, que coinciden con los quórum legales necesarios para que los accionistas adopten las decisiones de mayor trascendencia en la vida social. Al detentar estos niveles de poder, los controladores pueden designar con sus votos a la mayoría de los integrantes del directorio, lo que genera incentivos para que el accionista mayoritario y los miembros del directorio colaboren activamente en la administración social y ejerzan un férreo control sobre la actuación de los ejecutivos. Esta situación se presta para casos de abuso, donde el accionista mayoritario puede expropiar al accionista minoritario por diversas vías.

Es en este contexto en el que el director independiente debe desempeñar sus funciones.

Al analizar dichas funciones luego de la Ley de Gobiernos Corporativos, comprobamos que éstas son en esencia las mismas que las del resto de los miembros del directorio de nuestras sociedades anónimas que no gozan del carácter de independiente.

A su turno, la Ley de Gobiernos Corporativos no asigna al director independiente funciones distintas a las del director que no tiene tal calidad en el comité de directores, por lo que la protección que este comité puede otorgar a los accionistas minoritarios, no está dada por la participación del director independiente, sino por las funciones que debe desempeñar como órgano colegiado.

Una vez nombrado el director, es irrelevante para efectos regulatorios si éste es “dependiente” o independiente, ya que en ambos casos su accionar estará reglado por las mismas normas de conducta. De esta forma y en ausencia de obligación que la motive, no fue sorpresa constatar que los accionistas minoritarios no tienen acción alguna para forzar al director independiente a otorgarles una especial consideración y/o protección.

Durante nuestro análisis demostramos además la falta de necesidad que había de regular en esta materia.

Desde la misma dictación de la Ley sobre Sociedades Anónimas hace más de 30 años, el director está llamado a actuar con independencia y en el mejor interés social. Es

decir, el director no puede privilegiar los intereses de ningún grupo de *stakeholders* por sobre los de otro. Aquí los accionistas, cualquiera sea su clase, sí cuentan con acción para exigir tal comportamiento.

A su turno, la estructura de poder de nuestras sociedades anónimas, imposibilita que los directores se vuelvan fiscalizadores de la labor de los demás directores –que podrían estar colaborando con el accionista mayoritario– o de los accionistas, toda vez que éstos son quienes no solo los elijen y revocan a voluntad, sino que también pueden privarlos de funciones de administración y disposición.

En suma, el director independiente no es la herramienta adecuada para combatir los principales costos de agencia que deben soportar los accionistas minoritarios en nuestro mercado.

Una de las razones de este fracaso, al margen de la disociación entre lo buscado en el Proyecto de LGC y el producto obtenido con la Ley de Gobiernos Corporativos, la encontramos en la base de trabajo que se utilizó: la figura del director independiente en Estados Unidos, el que está ideado para resolver el costo de agencia que se produce entre el accionista y los ejecutivos en un mercado con reglas y condiciones muy distintas al chileno. Hace patente lo anterior, el que las bolsas norteamericanas excluyan de la obligación de contar con una mayoría de directores independientes a aquellas sociedades en donde existe un controlador.

Los directores independientes deben saber entonces, que tanto en el directorio como en el comité de directores, tienen sustancialmente los mismos derechos y obligaciones que los directores que no detentan tal condición.

De esta forma, son igualmente de ilegales comportamientos al margen del interés social en protección del accionista minoritario por el director independiente, como en protección de los intereses del controlador de parte de los directores nombrados por él, por lo que éstos ni aquéllos pueden exigir de ningún director tratos especiales.

Por lo anterior, debiesen corregirse las alteraciones que el mercado podría estar sufriendo como consecuencia de una incorrecta interpretación del impacto generado por las modificaciones efectuadas por la Ley de Gobiernos Corporativos al régimen de los directores independientes, en relación con la protección de los accionistas minoritarios frente a eventuales abusos del controlador.

* * *

Mayo 2013

BIBLIOGRAFÍA CITADA

ALCALDE, Enrique (2007): La Sociedad Anónima. Autonomía Privada, Interés Social y Conflictos de Interés (Chile, Editorial Jurídica de Chile, primera edición).

BAINBRIDGE, Stephen (2002): “Critique of the NYSE’s Director Independence Listing Standards”, University of California, Los Angeles School of Law.

BAINBRIDGE, Stephen (2002): “M. Why a Board?, Group Decision Making in Corporate Governance”, Vanderbilt Law Review, Vol. 55, N° 1.

CARNEY, William J (1988): “Section 40.1 of the American Law Institute’s Corporate Governance Project: Restatement or Misstatement?”, Washington University Law Review; Volume 66; Issue 2.

CLARKE, Donald (2006): “Setting The Record Straight: Three Concepts Of The Independent Director”, The George Washington University Law School Public Law And Legal Theory, Working Paper N° 199.

COOLS, Sophie (2004): “The Real Difference in Corporate Law Between The United States and Continental Europe: Distribution of Powers”, Harvard Law Review, Discussion Paper N° 490.

DONELLI, Marcelo, LARRAÍN, Borja y URZUA Francisco (2011): “Ownership Dynamics with Large Shareholders: An Empirical Analysis”, FinanceUC Working Paper Series, Working Paper 2010-04, Septiembre 2010.

DRAVIS, Bruce (2007): The Role of Independent Directors after Sarbanes-Oxley (USA, American Bar Association).

DRAVIS, Bruce (2007a): Independent Director’s Guidebook (USA, American Bar Association Section of Business Law).

LEFORT, Fernando y URZÚA, Francisco (2008): “Board Independence, Firm Performance and Ownership Concentration: Evidence from Chile”, Journal of Business Research.

LYON, Alberto (2003): Personas Jurídicas. Sobre la condición de órgano de la sociedad, (Santiago, Ediciones Universidad Católica de Chile, primera edición).

SELIGMAN, Joel (1986-1987): “Sheep in Wolf’s Clothing: The American Law Institute Principles of Corporate Governance Project”, Geo. Wash. L. Rev, vol.55.

OECD (2011): Corporate Governance in Chile 2010 (OECD Publishing).

ZEGERS, Matías y ARTEAGA, Ignacio (2004): “Interés social, deber de lealtad de los directores y conflictos de interés”, Revista Chilena de Derecho, vol. 31, N° 2, Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Chile, pp. 239-268.

NORMAS CITADAS

Código Civil.

Historia de la Ley N° 20.382, Introduce Perfeccionamientos a la Normativa que Regula los Gobiernos Corporativos de las Empresas, (2009), Biblioteca del Congreso Nacional.

Ley 18.045 de 22 de octubre de 1981, Mercado de Valores.

Ley 18.046 de 22 de octubre de 1981, sobre Sociedades Anónimas.

Oficio Superintendencia de Valores y Seguros de Chile N° 18.684, del 3 de agosto de 2012.

Securities and Exchange Commission Rule 303A.01 on Independent Directors, de 3 de noviembre de 2004.

NASDAQ Rule 5605(b)(1), de 2012 .

JURISPRUDENCIA CITADA

Beam Ex Real. M. Stewart Living v. Stewart (2004), Delaware, 845 A.2d 1020.

In re Oracle Derivative Litigation (2003) Delaware, 824 A.2d 917 (Del. Ch)