

La Contribución de las Administradoras de Fondos de Pensiones al Gobierno Societario de las Empresas Chilenas¹

Fernando Lefort²

Agosto, 2007

Resumen

El sistema de fondos de pensiones privados ha afectado positivamente el gobierno corporativo de las empresas chilenas a través de tres canales. Por un lado, la reforma al sistema de pensiones ha originado reformas al sistema legal y de supervisión en el que se desenvuelven las empresas afectando la calidad de los mecanismos externos regulatorios de gobierno corporativo. Por otro lado, el crecimiento de los fondos y del monto de sus transacciones en el mercado de capitales ha tenido un impacto sobre la liquidez del mercado de capitales, la profesionalización de los intermediarios financieros y la adopción de tecnologías más avanzadas y costo-eficientes de transacción. Esto es, ha tenido un impacto significativo sobre los mecanismos externos privados del gobierno corporativo de las empresas chilenas. Finalmente, la acción directa de monitoreo e intervención de los Administradores de Fondos de Pensiones ejerciendo sus derechos como accionistas minoritarios y/o tenedores de bonos ha contribuido ciertamente a mejorar los mecanismos internos de gobierno societario de las empresas.

En este estudio se analizan los canales a través de los cuales las Administradoras de Fondos de Pensiones pueden tener un efecto, directo o indirecto, sobre la calidad del gobierno societario de las empresas chilenas, y se discute la evidencia empírica internacional y nacional al respecto. Quizás la mayor contribución de este estudio es, sin embargo, la descripción y el análisis de una larga lista de intervenciones de las Administradoras de Fondos de Pensiones conducentes a mejorar las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades anónimas chilenas en las que las AFP han invertido los recursos que administran. Las intervenciones analizadas incluyen, acciones específicas tomadas por las Administradoras en el ejercicio de sus derechos como accionista o tenedor de bonos, conducentes a modificar e incluso impedir la realización de una operación societaria que podría perjudicar los intereses del fondo. Por otro lado, las Administradoras de Fondos de Pensiones también han incorporado como práctica común el plantear a la Junta de Accionistas y/o a la administración de la empresa su preferencia por la implementación de políticas generales conducentes a mejorar la calidad del gobierno corporativo y, por lo tanto, la creación sustentable de valor en la empresa. Entre éstas se destacan la política de remuneraciones del directorio y la política de rotación de los auditores externos.

¹ El autor agradece los comentarios y sugerencias de Ignacio Álvarez, Joaquín Cortez y Cristián Rodríguez. Asimismo agradece la valiosa ayuda de Valeria Torregrosa en la recopilación, clasificación y procesamiento de información referente a las intervenciones de las AFP en juntas de accionistas de las sociedades anónimas chilenas, y de María Fernanda Toledo en la preparación de cifras estadísticas.

² Profesor de la Escuela de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Secretario Ejecutivo, Centro para el Gobierno de la Empresa.

Resumen Ejecutivo

1. El Gobierno Societario puede ser definido como el conjunto de instancias y prácticas institucionales que influyen en el proceso de toma de decisiones de una empresa, contribuyendo a la creación sustentable de valor en un marco de transparencia y responsabilidad empresarial. Un adecuado gobierno corporativo debe alinear incentivos y promover el respeto a los derechos de los accionistas y grupos de interés que participan directa o indirectamente en la empresa, con el fin de garantizar una distribución de las rentas que incentive la realización de las inversiones necesarias para el desarrollo de la compañía.

2. El sistema de fondos de pensiones privados ha afectado positivamente el gobierno corporativo de las empresas chilenas a través de tres canales:
 - (i) La reforma al sistema de pensiones ha originado reformas al sistema legal y de supervisión en el que se desenvuelven las empresas mejorando los mecanismos externos regulatorios de gobierno corporativo.
 - (ii) El crecimiento de los fondos y del monto de sus transacciones en el mercado de capitales ha aumentado la liquidez del mercado de capitales, la profesionalización de los intermediarios financieros y ha incrementado la adopción de tecnologías más avanzadas y costo-eficientes de transacción, mejorando los mecanismos externos privados del gobierno corporativo de las empresas chilenas.
 - (iii) Finalmente, la acción directa de monitoreo e intervención de los Administradores de Fondos de Pensiones ejerciendo sus derechos como accionistas minoritarios y/o tenedores de bonos ha mejorado los mecanismos internos de gobierno societario de las empresas.

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

empresas contribuye a mejorar el gobierno corporativo de éstas, reduciendo su costo de capital.

4. En este estudio se describen y analizan una larga lista de intervenciones de las Administradoras de Fondos de Pensiones conducentes a mejorar las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades anónimas chilenas. Éstas incluyen acciones específicas tomadas por las Administradoras en el ejercicio de sus derechos como accionista o tenedor de bonos, conducentes a modificar los términos de una operación societaria que podría perjudicar los intereses del fondo. Se destacan las siguientes operaciones:
 - El caso Chispas: Las Administradoras de Fondos de Pensiones criticaron el acuerdo entre los ejecutivos de ENERSIS y ENDESA España referente a la adquisición del control de ENDESA Chile. Las AFP citaron a Junta Extraordinaria de Accionistas, alertaron a la SVS y fueron actores clave para lograr que ENDESA España modificara, en beneficio de los accionistas minoritarios, los términos de su plan de adquisición.
 - La Venta de Telefónica Net a Terra: Las AFP consideraron que el precio ofrecido por Terra para adquirir Telefónica Net estaba por debajo del valor aceptable de mercado. Los directores elegidos por las AFP se opusieron a la transacción, los representantes de las AFP votaron en contra de la operación en Junta de Accionistas, y finalmente las AFP iniciaron acciones legales contra Telefónica CTC.
 - La Venta del Negocio Celular a Telefónica Móviles: Las AFP solicitaron la realización de una Junta Extraordinaria de Accionistas para modificar los términos de una transacción entre Telefónica CTC y su empresa relacionada Telefónica Móviles S.A.. La presión de las AFP llevó a un incremento en el precio de venta de 50 millones de dólares y el pago de un dividendo extraordinario a los accionistas de US\$ 800 millones.
 - La Fusión MASISA – Terranova: Las AFP negociaron la relación de canje y condicionaron la aprobación de la fusión entre Terranova y MASISA al pago de un dividendo extraordinario de 54 millones de dólares y la baja incidencia del derecho a retiro causado en la operación.

- Cambio de Estatutos de Soquimich: Este ejemplo muestra el rol de las AFP como accionista minoritario significativo en la pugna por el control de SQM. En este caso, las AFP apoyaron a Potash Corporation para modificar los estatutos de SQM y lograr la unificación de los derechos de las dos series accionarias y la imposición del límite máximo de votación de 37,5% del derecho de voto de cada serie a las votaciones realizadas por accionistas relacionados actuando en pos de un mismo interés.
 - Pacto Pampa Calichera – Kowa: Las AFP objetaron a la SVS algunas de las cláusulas de un pacto de accionistas diseñado para lograr el control de SQM. Dichas cláusulas fueron eliminadas.
5. Salvo en aquellas materias sociales que son de exclusiva competencia de la Junta de Accionistas, el Directorio es la principal instancia del gobierno de la empresa. Las Administradoras de Fondos de Pensiones son el principal accionista minoritario de sociedades anónimas chilenas, y contribuyen con sus votos a elegir casi el 8% de los directores de las principales empresas de Chile. Aunque los directores deben deber de lealtad y cuidado a todos los accionistas, sin importar el origen de los votos que contribuyeron a su elección, los directores elegidos por las AFP juegan un importante papel en velar, entre otras cosas, porque aquellas transacciones en la que uno más miembros del directorio puedan tener un conflicto de interés se realicen en las mejores condiciones posibles para la empresa.
6. En consideración a esta responsabilidad, las AFP han buscado profesionalizar el proceso de nominación de candidatos a director a través de la empresa de “head-hunting” Egon&Zender, y han buscado optimizar el ejercicio de sus derechos de voto en junta de accionistas con el fin de maximizar el número de directores elegidos por ellas. En este estudio se presentan los siguientes ejemplos que ilustran este comportamiento por parte de las Administradoras de Fondos de Pensiones:
- *ENTEL, 2006*
 - *FASA, 2007*
 - *Parque Arauco, 2006*

7. Por otro lado, las Administradoras de Fondos de Pensiones también han incorporado como práctica común el plantear a la Junta de Accionistas y/o a la administración de la empresa su preferencia por la implementación de políticas generales conducentes a mejorar la calidad del gobierno corporativo y, por lo tanto, la creación sustentable de valor en la empresa. Entre éstas se destacan la política de remuneraciones del directorio y la política de rotación de los auditores externos. Este estudio discute las siguientes intervenciones:

- En la Determinación de la Política de Remuneraciones del Directorio:

- *Cristalerías de Chile, 2005.*
- *Banco de Crédito e Inversiones, 2005.*
- *La Polar, 2006*
- *Cervecerías Unidas, 2007*
- *Cementos, 2006*

- En la Designación de los auditores externos:

- *Soquimich, 2007*
- *Corpbanca, 2006*
- *CAP, 2006*
- *Compañía Tecno-Industrial, 2006*

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

- El Bono Convertible de Gener, 2004: Los problemas financiero de AES GENER pusieron en peligro el pago de los aproximadamente 400 millones de dólares que la empresa debía a las Administradoras de Fondos de Pensiones. Las AFP negociaron con la empresa hasta lograr el rescate anticipado íntegro de la obligación por parte de Gener.

9. En los últimos años, las Administradoras de Fondos de Pensiones han negociado la modificación de las cláusulas o “covenants” de los bonos exigiendo compensación económica por el potencial mayor riesgo de crédito que se incurriría al modificar las cláusulas. En este estudio se presentan los siguientes ejemplos de esta práctica:
- *Sociedad Concesionaria Autopista del Bosque, 2006*
 - *Securitizadora Interamericana, 2005*
 - *Guacolda SA, 2006*
10. La principal conclusión de este estudio es que las intervenciones de las Administradoras de Fondos de Pensiones han protegido los intereses de los accionistas minoritarios y los tenedores de bonos, y han contribuido a mejorar las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades anónimas chilenas.

INDICE

1. **Impacto del Sistema de Pensiones sobre el Gobierno Corporativo de las Sociedades Anónimas Chilenas**
 - 1.1. **Marco conceptual**
 - 1.2. **Reforma al sistema de pensiones y mecanismos externos de gobierno corporativo**
Mejoras en los mecanismos externos regulatorios
Mejoras en los mecanismos externos privados
 - 1.3. **Decisiones de inversión de los Administradores de Fondos de Pensiones y gobierno corporativo**
Deber de Cuidado de los Administradores de Fondos y Gobierno Corporativo
Monitoreo y Control versus Activismo
2. **Evidencia empírica**
 - 2.1. **Importancia de los Inversionistas Institucionales**
 - 2.2. **Evidencia internacional**
Monitoreo y transmisión de información
Activismo y desempeño
 - 2.3. **Evidencia para Chile**
3. **Intervenciones recientes de los Administradores de Fondos de Pensiones conducentes a mejorar el Gobierno Corporativo en Chile**
 - 3.1. **Ejerciendo sus derechos como accionista**
 - 3.1.1. **En transacciones y operaciones societarias que podrían perjudicar a accionistas minoritarios**
El caso Chispas
La Venta de Telefónica Net a Terra
La Venta del Negocio Celular a Telefónica Móviles
La Fusión MASISA - Terranova
Cambio de Estatutos de Soquimich
Pacto Soquimich - Kowa
 - 3.1.2. **En la Elección de Directores Independientes**
 - 3.1.3. **En el Procedimiento para la Selección de Candidatos a Directores**
 - 3.1.4. **En la Determinación de la Composición del Directorio**
ENTEL, 2006
FASA, 2007

Parque Arauco, 2006

3.1.5. En la Determinación de la Política de Remuneraciones del Directorio

Cristalerías de Chile, 2005.

Banco de Crédito e Inversiones, 2005.

La Polar, 2006

Cervecerías Unidas, 2007

Cementos, 2006

3.1.6. En la Designación de los auditores externos

Soquimich, 2007

Corpbanca, 2006

CAP, 2006

Compañía Tecno-Industrial, 2006

3.2. Ejerciendo sus derechos como tenedores de Bonos

3.2.1. En operaciones societarias que podrían perjudicar a los tenedores de bonos

El Bono Convertible de Gener, 2004

3.2.2. En la aprobación del cambio de cláusulas

Sociedad Concesionaria Autopista del Bosque, 2006

Securitizadora Interamericana, 2005

Guacolda SA, 2006

1. Impacto del Sistema de Pensiones sobre el Gobierno Corporativo de las Sociedades Anónimas Chilenas

1.1 Marco conceptual

El Gobierno Societario puede ser definido como el conjunto de instancias y prácticas institucionales que influyen en el proceso de toma de decisiones de una empresa, contribuyendo a la creación sustentable de valor en un marco de transparencia y responsabilidad empresarial. Así, un adecuado gobierno corporativo debe alinear incentivos y promover el respeto a los derechos de los accionistas y grupos de interés que participan directa o indirectamente en la empresa, con el fin de garantizar una distribución de las rentas que incentive la realización de las inversiones necesarias para el desarrollo de la compañía.

En las empresas modernas, el gobierno corporativo se estructura a través de muchos mecanismos que interactúan entre sí en un delicado equilibrio. La implementación y funcionamiento de algunos de estos mecanismos son responsabilidad de los participantes directos en las empresas, mientras que otros son provistos por agentes externos a las compañías como el gobierno o los mercados. A los mecanismos cuya implementación es responsabilidad de la empresa se los conoce como internos, y entre ellos destaca la estructura de control, el directorio y los mecanismos de control interno. Sin embargo, no todo es responsabilidad directa de la empresa. Así, por ejemplo, la calidad de la legislación, supervisión oficial, y los estándares contables, entre otros, afectan el gobierno corporativo de las empresas en forma importante aunque ellas puedan influir escasamente en su diseño e implementación.

En términos muy simples, la estructura interna de gobierno corporativo de una empresa es la siguiente. En la cúspide de la pirámide organizacional, los accionistas detentan el derecho sobre el control de la compañía. Debido al régimen de propiedad común que es característico de las sociedades anónimas, los accionistas deben delegar su autoridad en un directorio que los representa, separando la administración de la compañía de la propiedad de sus activos. Este proceso de separación es importante para que la empresa atraiga a más inversionistas

dispuestos a aportar capital que pueda ser transformado y especializado en la forma de activos que agreguen valor a la compañía. Sin embargo, la separación entre la propiedad y la administración genera un problema de incentivos o problema de agencia, en tanto que los dueños delegan su autoridad en agentes cuyos incentivos difieren de los suyos, y es imposible establecer un contrato completo que regule la relación entre accionistas y ejecutivos.³ Por lo anterior, los mecanismos internos del gobierno de la empresa deben promover la relación “una acción - un voto” para favorecer la participación de los accionistas en el proceso de toma de decisiones de la compañía y su adecuada representación en el Directorio. Así, el directorio se constituye en una instancia clave, aunque no la única, del gobierno corporativo de la empresa, cuya responsabilidad es, entre otras, nominar, dirigir y monitorear al equipo de ejecutivos que administra la compañía. Una buena estructura de mecanismos internos de gobierno en la empresa debe asegurar, además, el flujo continuo de información, relevante y confiable, desde el nivel operacional, hacia el directorio y la junta de accionistas, sin olvidar el mercado. El rol de los ejecutivos en implementar y administrar este flujo de información es, por lo tanto, clave.

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

La teoría económica y la evidencia internacional sugieren que existe un delicado balance entre los diferentes mecanismos de gobierno corporativo. Así, cuando los mecanismos externos

³ Según Hart (1995), estas son las condiciones básicas que hacen necesaria la implementación de un gobierno corporativo en la empresa.

derivados de las regulaciones y el funcionamiento de los mercados se modifican, éstos impactan en la estructura de gobierno corporativo interna de la compañía. En economías con baja protección legal a los inversionistas, por ejemplo, la mejor forma de protegerse parece ser eliminando el problema vertical de agencia, aumentando la concentración en la propiedad de la empresa y generando algún tipo de accionista controlador ya sea otra empresa, una familia, un banco o el Estado, que ejerza un rol activo en la administración de la compañía. Esta solución de gobierno corporativo no está exenta de problemas. La existencia de un accionista controlador implica que los accionistas minoritarios, así como otros inversionistas y grupos de interés o “stakeholders”, se encuentran expuestos al problema horizontal de agencia, en cuanto implícitamente delegan su autoridad en él. La evidencia internacional indica que esta situación es la generalidad en la mayoría de las economías del mundo.

Consistentemente con lo anterior, dos características fundamentales destacan en las estructuras de propiedad y control de la mayoría de las empresas en Chile: presentan una muy alta concentración de propiedad y gran parte de ellas están directa o indirectamente controladas por uno de los numerosos grupos económicos. Generalmente, las empresas chilenas son controladas por los accionistas mayoritarios a través de estructuras relativamente complejas incluyendo el uso de pirámides y series accionarias múltiples. Estos factores son claves para entender los problemas de gobierno corporativo que enfrenta la gran mayoría de las empresas chilenas y el impacto que el sistema de pensiones tiene sobre la forma en la que éstos se resuelven.

En este contexto, el sistema de fondos de pensiones privados puede afectar positivamente el gobierno corporativo de las empresas a través de tres canales principalmente. Por un lado, la reforma al sistema de pensiones ha originado reformas al sistema legal y de supervisión en el que se desenvuelven las empresas afectando la calidad de los mecanismos externos regulatorios de gobierno corporativo. Por otro lado, el crecimiento de los fondos y del monto de sus transacciones en el mercado de capitales ha tenido un impacto sobre la liquidez del mercado de capitales, la profesionalización de los intermediarios financieros y la adopción de tecnologías más avanzadas y costo-eficientes de transacción. Esto es, ha tenido un impacto

significativo sobre uno de los más importantes mecanismos de protección de los accionistas, la liquidez, y sobre varios de los mecanismos externos privados del gobierno corporativo de las empresas chilenas.

Finalmente, la acción directa de monitoreo e intervención de los Administradores de Fondos de Pensiones ejerciendo sus derechos como accionistas minoritarios y/o tenedores de bonos ha contribuido ciertamente a mejorar los mecanismos internos de gobierno societario de las empresas. Además, en varias ocasiones, la acción decidida de las Administradoras de Fondos de Pensiones buscando compensación justa a través de los tribunales de justicia ha contribuido a mejorar la aplicación de la legislación para la protección de los inversionistas.

1.2 Reforma al sistema de pensiones y mecanismos externos de gobierno corporativo

En términos generales, el desarrollo de un sistema de pensiones privado debiera tener un importante impacto sobre el desarrollo del mercado de capitales y el funcionamiento de los mecanismos externos de gobierno corporativo.⁴ En primer lugar, en economías emergentes como la chilena, los procesos de reforma a los sistemas de pensiones tienen importantes efectos sobre el proceso de desarrollo de los mercados de capital y la acumulación de capital institucional en ellos. En otras palabras, estas reformas cambian el ambiente en el que los emisores de valores se desenvuelven, es decir, los mecanismos externos de gobierno corporativo. Algunos ejemplos del impacto de la reforma al sistema de pensiones sobre éstos son: (i) las sucesivas reformas a las leyes que rigen el funcionamiento del mercado de valores y de los emisores que funcionan en él, impulsadas por la necesidad para generar un ambiente transparente para la operación del sistema de pensiones privado); (ii) el desarrollo de industria de clasificación de riesgos; (iii) la profesionalización del proceso de toma de decisiones de inversión; (iv) mayor transparencia; y (v) mayor liquidez.

⁴ Catalán (2004) provee una completa revisión del funcionamiento de este canal de transmisión.

Varios estudios han documentado claramente que la reforma previsional en Chile y Argentina fue acompañada de numerosas reformas legales respecto al funcionamiento del mercado de capitales y el grado de protección a los inversionistas.⁵ Para el caso chileno, Iglesias (1999) y Walker y Lefort (2001) sostienen que la rápida acumulación de fondos institucionales que siguió a la reforma al sistema de pensiones tuvo importantes efectos sobre el desarrollo del mercado de capitales chileno. Estos autores destacan el aumento en la liquidez y competitividad del mercado, la disminución del costo de capital, la menor volatilidad de los retornos, la mayor eficiencia de los intermediarios, la aparición de nuevos instrumentos y las sostenidas mejoras al marco legal.

Mejoras en los mecanismos externos regulatorios

Respecto a este último aspecto que se refiere al mejoramiento de mecanismos externos regulatorios, Walker y Lefort (2001) presentan un listado cronológico de las reformas legales que siguieron a la temprana reforma al sistema de pensiones en Chile, Argentina y Perú. Entre las reformas que favorecen la protección de los derechos de los inversionistas, especialmente en el caso chileno, se destacan los mayores requisitos de entrega de información por parte de las sociedades anónimas, la regulación del uso de información privilegiada y las transacciones con partes relacionadas, el requisito de una auditoría externa independiente, entre otras. Iglesias (1999) destaca, además, la exigencia legal de someterse al proceso de clasificación de riesgo, que tienen todos los emisores de instrumentos de oferta pública en Chile, exigencia que inicialmente solo aplicaba a los emisores que deseaban hacer extensiva la oferta a los inversionistas institucionales. Igualmente, un estudio de Salomón Smith Barney concluye que las reformas a las normas que regulan los cambios de control en las empresas brasileñas responden a la influencia de los fondos de pensiones.

Sin embargo, esta evidencia de asociación entre reformas al sistema de pensiones y reformas tendientes a aumentar el grado de protección legal a los inversionistas no es concluyente respecto al rol específico de las Administradoras de Fondos de Pensiones. Catalán (2004)

⁵ Valdés y Cifuentes (1990), Iglesias (1999), Walker y Lefort (2001) y Catalán (2003) muestran la sincronía de ambos procesos.

sostiene que, aunque es claro que las reformas a la legislación pro inversionista suele ocurrir tras la reforma al sistema de pensiones, esto no permite concluir que las reformas conducentes a mejorar el gobierno corporativo se produzcan debido al lobby de las Administradoras de Fondos. Este proceso podría responder, simplemente, a la comprensión por parte del legislador que las reformas pro-inversionista son el complemento natural a la reforma al sistema de pensiones.

Aunque en el caso chileno, las Administradoras de Fondos de Pensiones directamente y a través de su asociación gremial han participado en el debate público conducente a reformar el sistema legal de protección al inversionista minoritario, es difícil argumentar que éstas hayan presionado por medidas específicas. Sin embargo, en el capítulo 3 de este texto se mostrarán diversos ejemplos en los que las Administradoras de Fondos de Pensiones han buscado el efectivo cumplimiento de las respectivas leyes vigentes en los Tribunales de Justicia.

Mejoras en los mecanismos externos privados

Como se mencionó anteriormente, la reforma al sistema de pensiones también conlleva un efecto sobre el desarrollo del mercado de capitales que puede tener un efecto sobre los mecanismos externos privados de gobierno corporativo. En primer lugar, en la mayoría de los países en los que se ha implementado este tipo de reforma se ha observado un claro crecimiento del ahorro financiero.⁶ Esto parece ser especialmente claro en el caso chileno. Al respecto, Walker y Lefort (2001) presentan evidencia del aumento en el tamaño del mercado de capitales chileno con posterioridad a la reforma al sistema de pensiones, y no solo en cuanto al tamaño de la deuda pública sino que también en aquellos instrumentos emitidos por entidades privadas. El Cuadro 1, que se presenta a continuación, muestra la evolución de los diferentes mercados de activos financieros chilenos y la contribución de los fondos de pensiones en cada uno de ellos.

⁶ Schmidt-Hebbel (2000) muestra además que, en el caso chileno, se observa un incremento en el ahorro total tras la reforma al sistema de pensiones.

Cuadro 1

Tamaño de los Mercados Financieros y Contribución de los Fondos de Pensiones

Chile, 1981 – 2006

(US\$ de diciembre de cada año)

Año	Deuda de Gobierno		Depósitos a Plazo y Bonos de Instituciones		Letras Hipotecarias		Bonos Corporativos		Acciones	
	FP Inv. (%) (1)	Tamaño de Mercado (US\$ MM) (2)	FP Inv. (%) (1)	Market Size M7 (US\$ MM) (3) (4)	FP Inv. (%) (1) (5)	Tamaño de Mercado (US\$ MM) (2)	FP Inv. (%) (1)	Tamaño de Mercado (US\$ MM) (2)	FP Inv. (%) (1)	Tamaño de Mercado (US\$ MM) (2)
1985	46.5	1,404.4	11.9	6,235.8	48.2	1,125.1	7.7	222.0	0.0	2,012.0
1990	39.5	7,456.4	20.1	17,166.2	57.7	1,852.0	59.2	1,256.0	5.5	13,618.6
1995	52.3	19,158.0	3.6	46,472.6	55.7	7,212.6	55.3	2,410.1	11.0	71,177.5
2000	65.0	19,738.3	11.8	63,059.1	56.4	9,146.0	39.8	3,642.8	6.9	60,513.6
2002	55.3	19,257.2	12.7	64,394.6	45.8	8,646.7	38.3	6,638.1	7.2	48,824.7
2003	57.8	21,228.5	10.4	77,744.3	42.0	10,459.3	39.9	9,625.0	8.5	85,040.5
2004	55.4	20,502.3	13.8	89,973.2	44.7	9,189.1	38.5	11,137.7	8.5	112,916.0
2005	56.9	21,617.9	15.2	112,763.5	38.5	9,633.7	36.7	13,752.7	8.1	135,840.9
2006	64.5	17,994.3	15.8	122,434.0			45.9	15,258.5	8.5	176,100.9

Fuente: 1981-1994, Walker and Lefort (1999).

(1) Desde 1994, fuente: Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones. Comunicados de Prensa Mensuales.

(2) Desde 1994, fuente: Superintendencia de Valores y Seguros. Stock de Instrumentos Financieros del Mercado de Valores.

(3) Desde 1994, fuente: Banco Central de Chile.

(4) Desde 2002 corresponde al agregado M3, debido a nuevas definiciones de los Agregados Monetarios.

(5) Desde 2002 corresponden a Letras de Crédito (para la vivienda y fines generales)

Desde el punto de vista de los mecanismos externos privados de gobierno corporativo, el crecimiento del mercado de capitales es importante en la medida que éste vaya acompañado de un aumento en la liquidez del mercado, y de la adopción de tecnologías y prácticas profesionales que contribuyan a la mayor transparencia del mercado y a la disminución en los costos de financiamiento de las empresas. Para el caso chileno, Iglesias (1999) argumenta en forma convincente que el aumento en los volúmenes transados producto de la reforma a los fondos de pensiones ha generado economías de escala en la colocación de instrumentos de financiamiento y de intermediación financiera, disminuyendo el costo de financiamiento de las empresas, y en la recolección y análisis de información de las compañías, aumentando la transparencia del mercado. Además, la expansión en los volúmenes transados contribuyó a la aparición de dos nuevas bolsas de valores, Electrónica y de Valparaíso, aumentando la competencia y la eficiencia en los procesos de transacción. Por otro lado, el mismo estudio destaca la mayor liquidez del mercado que permite a los accionistas minoritarios ejercer en mejor forma su derecho de salida de las compañías.

En el año 2004, la Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones junto a la Pontificia Universidad Católica de Chile, la Sociedad de Fomento Fabril, la Bolsa de Comercio de Santiago, la Cámara de Comercio de Santiago, y la Cámara Chileno-Norteamericana de Comercio, formó el Centro para el Gobierno de la Empresa. Esta es una organización privada sin fines de lucro cuyo principal objetivo es fomentar la aplicación de las buenas prácticas en materia de gobierno societario en las empresas chilenas, promoviendo estudios, facilitando el encuentro de actores relevantes y manteniendo relaciones a nivel nacional e internacional con organizaciones afines o que compartan finalidades similares o complementarias. Esta es una iniciativa única en Chile que contribuye al mejoramiento de los mecanismos externos privados e internos de gobierno corporativo desde una perspectiva privada basada en la autorregulación.

1.3 Decisiones de inversión de los Administradores de Fondos de Pensiones y gobierno corporativo

La discusión anterior plantea claramente que la reforma al sistema de pensiones puede afectar los mecanismos externos, regulatorios y privados, de gobierno corporativo de la economía. Además, dado que el sistema de gobierno corporativo se estructura en un delicado equilibrio entre mecanismos externos e internos, es posible sostener que la reforma al sistema de pensiones puede tener un efecto indirecto sobre las estructuras internas de gobierno de las empresas. Este sería el caso si, por ejemplo, las empresas modificaran sus procesos de auditoría interna en respuesta a exigencias legales de responsabilidad respecto a la calidad de la información entregada al mercado. Sin embargo, las administradoras de fondos de pensiones, pueden impactar en forma más directa sobre el gobierno corporativo de las empresas a través de acciones concretas relacionadas con el deber de cuidado de los fondos previsionales que administran.

Deber de Cuidado de los Administradores de Fondos y Gobierno Corporativo

Las administradoras de fondos de pensiones tienen sus propios incentivos para ejercer un rol activo de monitoreo sobre las empresas en las que han invertido los fondos que administran. Evidentemente, los administradores de fondos tienen una obligación de cuidado y lealtad con los beneficiarios de estos fondos. Por un lado, el deber de cuidado implica que las AFP tienen la obligación de actuar con la diligencia debida en la selección, evaluación y descarte de las inversiones que realizan con los fondos aportados por los beneficiarios. En otras palabras, en la selección, evaluación y descarte de inversiones deben actuar con el cuidado y diligencia que sería ejercido por una persona prudente que sea familiar con las materias, buscando la asesoría de expertos cuando sea necesario. Por otro lado, el deber de lealtad obliga a los administradores de fondos a actuar en el mejor interés y para el exclusivo beneficio de sus beneficiarios, absteniéndose de realizar transacciones que busquen el beneficio propio del administrador.

El Artículo 147 del DL 3.500, que regula a la industria de administradoras de fondos de pensiones, así lo reconoce en forma explícita: “... Las Administradoras deberán efectuar todas las gestiones que sean necesarias, para cautelar la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad en las inversiones de los Fondos que administran... ... En cumplimiento de sus funciones, atenderán exclusivamente al interés de los Fondos y asegurarán que todas las operaciones de adquisición y enajenación de títulos con recursos de los mismos, se realicen con dicho objetivo.”

De lo anterior se desprende claramente, que la responsabilidad general de cuidado debido implica que los administradores de fondos de pensiones deben monitorear el comportamiento de las empresas en las que invierten, influyendo sobre las prácticas de gobierno corporativo de ellas. Como se discutió anteriormente, la influencia sobre la empresa puede ser ejercida a través de las decisiones de inversión, comprando y vendiendo en función de la calidad del gobierno corporativo de la empresa. En forma complementaria, a la acción de administrador de cartera, las administradoras de fondos de pensiones deben intervenir, ejerciendo los derechos que la Ley les otorga como inversionista, en juntas de accionistas y de tenedores de bonos. Adicionalmente, las administradoras de fondos provisionales pueden tener un rol más

activo estableciendo un dialogo con la empresa respecto de alguna política o decisión particular que atañe a la compañía y que puede afectar el valor de la inversión realizada por la AFP. Por supuesto, existe un amplio espectro de formas en las que los inversionistas institucionales podrían ejercer esta influencia respecto a las que deben tomarse en cuenta consideraciones relativas a, por ejemplo, la liquidez de las inversiones, las restricciones legales que imperen en el país, la efectividad de la intervención y los potenciales conflictos de interés, etc. En términos simples, las intervenciones de las AFP deberían responder a un cuidadoso análisis de costo y beneficio, es decir, el beneficio para el valor del fondo administrado de las intervenciones debería superar, en promedio, al costo de implementar la política de intervención.

Monitoreo y Control versus Activismo

Las administradoras de fondos de pensiones pueden premiar o castigar a las empresas, en función de su gobierno corporativo, a través de sus decisiones de compra y venta de acciones y otros valores negociables. Es decir, ‘votando con los pies’ y favoreciendo a las empresas que muestren las mejores prácticas de gobierno societario. Sin embargo, en el caso de mercados de capitales no muy desarrollados, como el chileno, la baja liquidez de los títulos de las empresas en poder de los fondos de pensiones puede hacer difícil para los administradores de fondos de pensiones el usar este mecanismo en forma eficiente.

Por otro lado, las administradoras de fondos de pensiones pueden influir en el gobierno corporativo de las empresas ejerciendo sus derechos como inversionista, ya sea como accionista minoritario a través de su comunicación con la administración de la compañía, la votación en las juntas de accionistas, y en la elección de directores; o como tenedor de bonos a través de las exigencias establecidas en la emisión, o *covenants*, y en la modificación posterior de éstas. El grado de influencia puede ser mayor o menor dependiendo de la actitud más o menos activa que asuma el administrador.

Para analizar la decisión que enfrentan los administradores de fondos respecto al grado de involucramiento en las empresas en las que invierten, es importante entender la motivación de los inversionistas institucionales en relación a la cantidad de activismo que deberían estar dispuestos a implementar en beneficio de los beneficiarios del fondo. Como se discutió anteriormente, los argumentos a favor del activismo radican en la imposibilidad de ‘votar con los pies’ en forma eficiente. Es decir, se presume que existen limitaciones a comprar y vender acciones en cantidades relevantes y en tiempos adecuados, principalmente porque: (i) podrían existir restricciones legales al respecto; (ii) existiría falta de liquidez suficiente en los mercados para hacerlo; (iii) el fondo podría tener una política de inversión que exigiera mantener determinados activos en su cartera; y (iv) por consideraciones relacionadas con la competencia entre fondos como el llamado “efecto manada”. En otras palabras, a veces es muy difícil para un fondo de pensiones el vender las acciones o bonos de una empresa, en respuesta a una mala práctica de gobierno corporativo de ésta, cuando opera en un mercado pequeño, poco líquido y en el que, además, muchas veces, puede ser la única alternativa disponible de inversión en un determinado sector de la economía.

Por otro lado, existe también la visión más positiva, que sostiene que el beneficio del activismo por parte de los fondos de pensiones puede ser importante. Los argumentos para esta visión son tres. El primero es que la simple presencia de los fondos de pensiones como inversionistas en una compañía ejerce una suerte de monitoreo sobre su administración, sea ésta una plana de ejecutivos o un accionista controlador, la que contribuye a disminuir los potenciales costos de agencia en la empresa, aumentando su valor. El segundo argumento se refiere al rol que tienen los fondos de pensiones de aumentar la información acerca de las prácticas de gobierno societario de la empresa al mercado. Es decir, los fondos de pensiones podrían entregar información al mercado respecto de lo que está pasando en la empresa, sin tomar ninguna acción concreta, esperando ejercer, de esta forma, presión sobre la misma empresa. En tercer y último lugar, se sostiene que existen prácticas específicas en las que los fondos de pensiones pueden condicionar sus inversiones en la empresa o llevar a ésta a tribunales, con el fin de incentivar o forzar a la empresa a implementar o suspender una determinada práctica de gobierno corporativo. Esta acción de los inversionistas institucionales podría contribuir

positivamente al desempeño de la compañía y, por lo tanto, al valor de los fondos administrados.

En contraposición con esta visión positiva, existe una cierta preocupación respecto de los costos que podría tener el excesivo activismo de los inversionistas institucionales. Esta visión se fundamenta en la conveniencia de la separación de las funciones de administración de fondos y de gestión de empresas. En este análisis, se plantea que el activismo extremo puede tener importantes costos para la sociedad debido a tres razones fundamentalmente. La primera tiene que ver con que los administradores de cartera no necesariamente saben cuáles son las mejores prácticas de gobierno corporativo que deberían aplicarse en una empresa en particular. Además, no todas las empresas deben aplicar las mismas políticas de gobierno societario, por lo que la intervención de los inversionistas institucionales puede terminar causando una pérdida de valor a las empresas. Esta idea se fundamenta en la tradición propuesta por Demsetz (1983) y Demsetz y Lehn (1985), entre otros, que sostiene que las estructuras de propiedad y gobierno corporativo de las empresas son endógenas, y responden a las estructuras del mercado de capital y de control. Así, según estos autores, las empresas que funcionan con estructuras sub-óptimas, a la larga deberán ajustarse a aquel sistema de gobierno corporativo que es mejor para ellas o desaparecerán por la competencia de otras empresas con estructuras más adecuadas. En este contexto, la acción de los administradores de fondos es redundante y causa un costo innecesario a la sociedad.

Un segundo problema se relaciona con la disminución de la liquidez que podría generarse por la acción de los inversionistas institucionales. Esta puede producirse por dos razones. Por un lado, a medida que los fondos de pensiones adquieren paquetes accionarios de mayor tamaño se produce una tendencia a la disminución de la liquidez, debido a que éstos son inversionistas que transan poco sus tenencias de acciones y bonos. Por otro lado, en la medida que los administradores de fondos provisionales interactúan con la empresa en la que invierten pierden grados de libertad para transar sus acciones en el mercado, debido al riesgo de estar actuando bajo el uso de información eventualmente privilegiada. Finalmente, existe un tercer problema potencial, por la posibilidad de que surjan conflictos de interés como, por ejemplo, la

sensibilidad de los administradores a presiones corporativas, la aparición de problemas de agencia dentro del propio administrador de fondos, y la presencia de otros intereses como, por ejemplo, el medio ambiente, que no necesariamente serían prioridad para la compañía.

Basado en estas premisas, por ejemplo, la legislación norteamericana ha limitado, históricamente, la actividad de los administradores de fondos sobre las decisiones de la empresa, dejando las decisiones de cartera en manos de los administradores de fondos, y las decisiones productivas, en manos de los ejecutivos. Sin embargo, durante los años 90, y en respuesta a los escándalos corporativos debidos a las malas prácticas de gobierno corporativo de algunas empresas, esta visión cambia y se produce un mandato más formal, en particular, a los administradores de fondos de pensiones públicos, incitándolos a tener un rol más activo en el monitoreo y control de las empresas en las que habían invertido los fondos. Así, a partir de esa fecha, el principal regulador de los administradores de fondos provisionales de Estados Unidos, ERISA, instó a los inversionistas institucionales a “monitorear activamente y actuar en aquellas situaciones en las que la acción del administrador, por si solo o en conjunto con otros accionistas, pueda incrementar el valor de las inversiones del fondo una vez descontados los costos de esta acción”.

De lo anterior se desprende que el alcance específico de la responsabilidad de los administradores de fondos previsionales, como parte de su deber de cuidado, interviniendo para mejorar los mecanismos internos de gobierno societario de las empresas en las que invierten los fondos no está definido en forma precisa. Por ejemplo, en Inglaterra la legislación no establece ningún mandato formal sobre los inversionistas institucionales a este respecto y, de hecho, históricamente los administradores de fondos no han ejercido activamente su derecho a voto en juntas de accionistas, ni participado en la elección de directores. Es decir, han asumido un comportamiento pasivo y simplemente han actuado comprando y vendiendo como administradores de carteras. Esta posición podría estar cambiando, en la medida que las autoridades inglesas y el mercado exijan a los administradores de fondos que asuman un rol más activo.

Sin embargo, existe una diferencia fundamental respecto al contexto económico en el que los inversionistas institucionales ejercen su influencia en países en desarrollo. En particular, como se discutió anteriormente, en los mercados más desarrollados se observa el problema de agencia vertical, es decir, entre muchos accionistas relativamente pequeños y una plana ejecutiva que controla la compañía. En ese contexto, los inversionistas institucionales aparecen como accionistas con incentivos claros para ejercer una acción de monitoreo y control de la gestión de la empresa. A pesar de esto, los inversionistas institucionales en Estados Unidos e Inglaterra han tendido a tener una actitud más bien pasiva respecto a su rol como accionista.

Por otro lado, desde la perspectiva de los mercados emergentes, como América Latina, el problema de agencia más frecuente es el llamado “problema de agencia horizontal”, es decir, entre accionistas controladores y accionistas minoritarios. A esto hay que sumarle las consecuencias del menor grado de desarrollo de los mercados, es decir, menor información, peores mecanismos externos de gobierno corporativo, ausencia de un buen mercado por control, y menor capacidad de los tribunales de justicia para dirimir conflictos societarios. En este contexto, aunque los accionistas controladores tienen todos los incentivos para supervisar y dirigir la gestión de la empresa, la acción de los inversionistas institucionales y de los fondos de pensiones, en particular, es tremendamente relevante, en especial en el monitoreo de aquellas transacciones entre partes relacionadas u otras en las que los accionistas controladores puedan presentar conflictos de interés. A lo anterior, hay que agregar que, en el contexto de mercados menos competitivos, la crítica de Demsetz y Lehn (1985) referida a la endogeneidad de los mecanismos de gobierno corporativo no se aplica con la misma fuerza. Es decir, cuando los mercados se encuentran subdesarrollados, la acción de los inversionistas institucionales puede afectar las estructuras de propiedad y el desempeño económico de las empresas.

En el caso chileno, el grado de intervención que las Administradoras de Fondos de Pensiones pueden tener se regula a través del Decreto Ley N° 3.500 y por la Circular N° 1.226 de la Superintendencia de AFP. En particular, el Artículo 45 bis del DL 3.500 establece la obligación que tienen las Administradoras de Fondos de Pensiones de concurrir a las juntas de

accionistas y tenedores de bonos, y a las asambleas de aportantes de los fondos de inversión. El artículo establece, además, la obligación que tienen los representantes de las AFP de pronunciarse respecto de cualquier acuerdo que se tome en dichas instancias dejando constancia en acta de su votación. Por otro lado, el Artículo 155 del DL 3.500 establece los protocolos de votación de las administradoras en la elección de directores de las sociedades cuyas acciones hayan sido adquiridas con los recursos del Fondo. En particular, este artículo se refiere a las restricciones que tienen las personas por quienes las AFP pueden votar para el cargo de director. Además, aunque el Artículo 155 permite a las Administradoras actuar concertadamente para lograr la elección de directores, establece específicamente que las administradoras no podrán realizar ninguna gestión que implique participar o tener injerencia en la administración de la sociedad en la cual hayan elegido uno o más directores.

Es importante notar, sin embargo, que esta inhibición no impide que las AFP ejerzan activamente sus derechos como inversionistas. De hecho, la Circular N° 1.226 de la Superintendencia especifica que las AFPs tienen la obligación de informar a la SAFP, fundamentando la actuación de sus representantes respecto de materias consideradas esenciales. Por lo tanto, es claro que las Administradoras de Fondos de Pensiones chilenas tienen el deber de actuar defendiendo sus derechos como inversionistas en las sociedades en las que han invertido los fondos que administran, pero sin interferir en la gestión de las empresas. Es decir, las AFP pueden y deben contribuir a mejorar los mecanismos internos de gobierno corporativo de las sociedades en las que invierten, cuando ello contribuya a aumentar el valor de los fondos que administran y no implique una interferencia en la gestión de la compañía.

2. Evidencia empírica

De la sección anterior se desprende que, aunque parece deseable que los administradores de fondos de pensiones intervengan en las empresas defendiendo sus derechos como inversionistas minoritarios, el efecto del activismo de los inversionistas institucionales sobre el desempeño de las empresas depende del tipo de intervención y del grado de desarrollo del

mercado en el que éstas operan. En definitiva, una respuesta más precisa requiere mirar a la evidencia empírica.

2.1. Importancia de los Inversionistas Institucionales

Como se discutió anteriormente, el primer canal mediante el cual los inversionistas institucionales pueden afectar el gobierno corporativo de las empresas es a través de su efecto sobre el desarrollo del mercado de capitales. Así, por ejemplo, independientemente del grado de activismo de cada administrador de fondos de pensiones específico, el sistema de pensiones chileno se constituye, hoy por hoy, en el principal inversionista del país. En particular, como muestra el Cuadro 2, al año 2006, los fondos de pensiones chilenos acumulaban inversiones sobre los 88 mil millones de dólares, de las que casi un tercio se destinaban al sector empresas.

Cuadro 2

Composición del Portafolio de los Fondos de Pensiones

	Sector Estatal	Sector Financiero	Sector Empresas	Sector Extranjero	Total MMUS\$
	(Porcentaje del total, (%))				
1985	42.6	56.3	1.1	0.0	1,533
1990	44.1	33.5	22.4	0.0	6,683
1995	39.4	22.5	35.3	0.2	25,419
2000	35.7	33.1	15.7	10.9	35,937
2002	30.0	35.0	18.4	16.4	35,826
2003	24.7	27.3	24.0	23.9	49,224
2004	18.7	29.5	24.4	27.2	60,535
2005	16.4	29.7	23.2	30.4	74,508
2006	13.1	27.1	27.4	32.3	88,308

Fuentes: Superintendencia de AFP
Superintendencia de Valores y Seguros
Banco Central de Chile
Walker y Lefort (2001)

Por supuesto, como vimos, el grado de influencia que las administradoras de fondos pueden tener sobre el gobierno de las empresas en las que invierten depende de varios factores relacionados con el contexto económico y de mercado. En particular, aspectos como el desarrollo del mercado de capitales, discutido anteriormente, y el grado de concentración de la propiedad accionaria son factores concurrentes que pueden potenciar o disminuir el efecto de la acción de los administradores sobre la calidad de la protección a los inversionistas.

Así, por ejemplo, se puede tener una idea general de la importancia que los inversionistas institucionales, incluyendo a fondos de pensiones, tienen para las empresas de los países desarrollados, mirando el porcentaje de la base accionarial que es propiedad de los fondos administrados por estos inversionistas. En Estados Unidos los fondos institucionales mantienen sobre el 50% de las acciones de empresas listadas. Este número es aún más alto en Inglaterra alcanzando del orden del 76.5%, en Francia 59.8% y, por último, en Alemania 39%. Como se desprende de lo anterior, la importancia en términos cuantitativos es enorme y, por lo tanto, el potencial para afectar las prácticas de las empresas también podría serlo.

En el caso de América Latina, el porcentaje de la propiedad accionaria en manos de los inversionistas institucionales es bastante menor. En el caso específico de los fondos de pensiones, se observa que éstos mantienen en su poder casi el 9% de las acciones de las empresas listadas en la bolsa chilena, cifra que llegó a ser de un 11% en 1995-96) y un 46% de los bonos emitidos por las empresas. Esta información se detalla en el Cuadro 3 a continuación. La situación en otros países latinoamericanos es similar. En Argentina, los fondos de pensiones poseen aproximadamente un 5% de las acciones, mientras que en Perú poseen un 9% de las acciones y sobre un 40% de los bonos corporativos.

Cuadro 3**Aporte de Fondos de Pensiones al Financiamiento del Sector Empresas**

	Acciones			Bonos			Fondos de Inversión		
	Total (MMUS\$)	AFP (MMUS\$)	(%)	Total (MMUS\$)	AFP (MMUS\$)	(%)	Total (MMUS\$)	AFP (MMUS\$)	(%)
1985	2,012	0	0.0	222	17	7.7			
1990	13,619	749	5.5	1,256	744	59.2			
1995	71,177	7,800	11.0	2,410	1,333	55.3			
2000	60,514	4,176	6.9	3,643	1,451	39.8			
2002	48,110	3,543	7.4	6,541	2,557	39.1	1,256	802	63.9
2003	85,534	7,158	8.4	9,681	3,770	38.9	1,852	1,345	72.7
2004	116,212	9,528	8.2	11,463	4,141	36.1	2,422	1,610	66.5
2005	135,873	10,983	8.1	13,756	4,935	35.9	2,513	1,917	76.3
2006	173,873	14,991	8.6	15,066	6,922	45.9	4,019	2,941	73.2

Fuentes: Superintendencia de AFP
Superintendencia de Valores y Seguros
Banco Central de Chile
Walker y Lefort (2001)

La conclusión general parece ser que, aunque en el caso de los mercados menos desarrollados la presencia relativa de los inversionistas institucionales es menor, los fondos de pensiones, en particular, son los inversionistas minoritarios más relevantes del mercado. En muchos casos, la relevancia de estos inversionistas se debe no sólo al tamaño de los paquetes accionarios que poseen, sino también al efecto en la opinión pública que sus decisiones pueden tener.

2.2. Evidencia internacional

Existe abundante evidencia empírica respecto al efecto positivo de la reforma al sistema de pensiones sobre el desarrollo del mercado de capitales y el crecimiento económico de los países. Además, varios estudios muestran que la privatización del sistema de pensiones en economías en desarrollo ha sido acompañado de reformas a las regulaciones al mercado de capitales y las leyes de protección a los inversionistas.⁷ Sin duda, estas reformas han contribuido a mejorar el ambiente de mecanismos externos de gobierno corporativo en el que

⁷ Para el caso chileno se sugiere ver Valdés y Cifuentes (1990), Walker y Lefort (2001), Eyzaguirre y Lefort (2000) y Holzmann (1997). Evidencia internacional es provista por Vittas (1998) y (1999), y Catalan (2003).

se desenvuelven las empresas. Sin embargo, la motivación de este estudio es analizar el efecto que las acciones de los administradores de fondos de pensiones, en su búsqueda por maximizar el valor de los fondos que administran, tienen sobre los mecanismos internos de gobierno corporativo de las empresas.

En esta sección se revisa la literatura más reciente respecto al efecto de la acción de los inversionistas institucionales sobre el gobierno societario y el valor de las empresas en las que invierten. Normalmente, los estudios académicos sobre este tema distinguen entre la acción de monitoreo y control de las administradoras de fondos institucionales, por un lado, y el activismo más extremo en el que los inversionistas condicionan su política de inversión a determinadas prácticas de las empresas en el ámbito, por ejemplo, de la responsabilidad social, por el otro.

Monitoreo y transmisión de información

En términos generales, la evidencia empírica para países con mercados de capitales desarrollados muestra que existen efectos positivos asociados a la acción de monitoreo y transmisión de información que realizan los inversionistas institucionales. En gran medida, esta evidencia es consistente con el rol importante que juegan estos inversionistas en empresas con propiedad difusa, donde el problema vertical de agencia que se da entre accionistas pequeños y ejecutivos fuertes es dominante. Así, por ejemplo, Bethel et al., (1998) muestran evidencia para Estados Unidos que indica que las empresas tienden a mejorar su desempeño económico cuando un accionista institucional compra un bloque relevante de acciones. Estos autores interpretan esta evidencia como una clara indicación de que el mercado premia estas adquisiciones con un aumento en el valor de las empresas, debido a la función de monitoreo de la administración que estos inversionistas desempeñan.

El ejercicio del monitoreo por parte de los inversionistas institucionales que no utilizan políticas muy activistas es realizado, en el caso norteamericano, de dos maneras principales. Por un lado, los administradores de fondos de pensiones públicos usan los “*shareholder*

proposals” para alertar al mercado de la negativa de la administración de la empresa a negociar con los fondos aspectos específicos relacionados con el gobierno corporativo. Prevost y Rao (2000) muestran que el mercado reacciona con una caída en los precios de las acciones de la empresa cuando esto ocurre. Por otro lado, los fondos o inversionistas institucionales ‘votan con los pies’ cuando no están de acuerdo con prácticas o transacciones implementadas por la administración de la empresa. Parrino et al. (2000) muestra evidencia que indica que cuando los administradores de fondos venden acciones de las empresas por estas razones, es más probable que el ejecutivo principal (CEO) de la compañía termine su período anticipadamente. En resumen, se puede observar diferentes grados de reacción de mercado cuando los fondos de pensiones intervienen, aunque sea sutilmente, sobre las empresas. Sin embargo, la evidencia no es siempre tan concluyente. Por ejemplo, para el caso inglés, Faccio y Lasfer (2000) no encuentran evidencia concluyente de que las acciones medidas de este tipo tomadas por los accionistas institucionales tengan un efecto claro sobre el valor de la empresa asignado por el mercado.

Por último, la evidencia internacional muestra que la respuesta del mercado a la acción de monitoreo y transmisión de información por parte de los inversionistas institucionales depende, en parte, de la naturaleza específica de los administradores de fondos. Es decir, el cambio en el valor de mercado de las empresas es diferente dependiendo del tipo de fondo que realiza el monitoreo. Por un lado, dos estudios independientes realizados para Estados Unidos, Borokhovich et al (2000) y Hartzell y Starks (2001) encuentran que la acción de monitoreo y transmisión de información al mercado es más efectiva cuando ésta es realizada por administradores de fondos de pensiones abiertos. Estos autores interpretan la evidencia como indicativa de que el mercado percibe como más efectiva la acción de monitoreo cuando ésta es realizada por fondos que no tienen intereses económicos ni comerciales con las empresas en las que invierten. Por otro lado, la evidencia presentada por Woidtke (2001) muestra que los administradores de fondos de pensiones públicos suelen presentar más motivaciones político-sociales en su política de monitoreo, en comparación a los administradores de fondos privados, lo que tiende a mermar su efecto sobre el desempeño de las empresas. La conclusión de ese estudio es que la evidencia indica que los administradores de fondos privados agregan más valor que los administradores de fondos públicos.

Activismo y desempeño

Sin embargo, en el caso de intervenciones más activas por parte de los fondos de pensiones, la evidencia internacional no es concluyente. En general, se dice que los inversionistas institucionales siguen una política de “*public targeting*” cuando éstos implementan una serie de políticas activas para influir en aspectos relacionados con el gobierno corporativo de las empresas. Estas políticas activas de intervención en la empresa por parte de los inversionistas institucionales pueden en algunos casos abarcar, también, aspectos relacionados con la política de responsabilidad social y/o medioambiental de la empresa. En la práctica, los administradores de fondos institucionales establecen lineamientos generales respecto a una lista de tópicos relativos al gobierno de la empresa u otros y los comunican al mercado. A partir de estos lineamientos, los administradores de fondos revisan las políticas de las empresas y condicionan sus inversiones al cumplimiento de éstos. Además, cuando una determinada empresa, en la que el fondo ha realizado inversiones, actúa en contra de los lineamientos establecidos por el inversionista institucional, éste declara públicamente que la empresa está tomando malas decisiones, y que el fondo busca lograr que se produzca una reversión en esa política de la empresa.

La evidencia internacional respecto al activismo o *public targeting* por parte de los inversionistas institucionales muestra que estas políticas no causan un efecto positivo significativo sobre el valor de mercado de las empresas y tiende a generar menores retornos anuales al fondo. Esto parece ser cierto tanto en países desarrollados como en economías emergentes.

La gran mayoría de la evidencia se acumula, sin embargo, para el caso de los fondos norteamericanos. Para Estados Unidos, los estudios de Wahal (1996) y Smith (1996) muestran que no existe un retorno anormal ante el anuncio de *targeting* por parte de los inversionistas institucionales. Esto es el mercado no premia con un aumento de valor a las empresas que van a ser activamente vigiladas por los fondos. Estos estudios tampoco encuentran que las

empresas que deciden aceptar las condiciones impuestas por los administradores de fondos presenten un mejor desempeño en el tiempo después de la aceptación. Por otro lado, Duggal y Miller (1999) estudian el mercado por control en Estados Unidos y concluyen que el activismo de los inversionistas institucionales no contribuye a su mejor funcionamiento. Finalmente, Gebke et al. (2003) no encuentran evidencia significativa de un efecto positivo sobre el valor económico de las empresas polacas en respuesta al activismo de los fondos de pensiones.

Sin embargo, la evidencia no es siempre tan negativa para con el activismo de los inversionistas institucionales. English et al. (2004) muestran que los anuncios de *targeting* realizados por el más conocido de los fondos públicos activistas norteamericanos, CalPERS, están asociados a un retorno anormal del 1% al momento del anuncio. Estos autores muestran que, además, el desempeño de las empresas que son activamente vigiladas por el fondo mejora ligeramente en los 6 meses siguientes al inicio de la política de *targeting* por parte del fondo. Para el caso inglés, Crutchley et al. (1998) encuentran que solo el activismo muy agresivo por parte de los inversionistas institucionales tiene efectos positivos sobre el desempeño de las empresas.

Por otro lado, la evidencia reciente parece indicar que, cuando el activismo se basa, no solo en consideraciones de orden financiero o relacionado con el gobierno corporativo, sino que en materias relativas a la responsabilidad social de la empresa, el desempeño de los fondos administrados es menor. El Weekly Market Monitor publicado por el fondo norteamericano TIIA-CREF en marzo de este año indica que los fondos administrados con una óptica socialmente responsable rentan anualmente 78 puntos bases menos que los índices de referencia más comunes. Valdés (2007) estima que esta menor rentabilidad le costaría, en promedio, un 15.6% en términos de menor pensión a un afiliado a dicho fondo.

Sin embargo, es importante resaltar que la escasa evidencia que se acumula respecto a la existencia de un efecto positivo del activismo de los inversionistas institucionales sobre el

desempeño de las empresas podría deberse a problemas metodológicos. Es decir, si bien es cierto que no es posible rechazar la hipótesis de que el activismo no tiene efectos positivos sobre el desempeño de las empresas, esto podría deberse a que es muy difícil medir el efecto aislado que la intervención del fondo tiene sobre el valor de la empresa. Existen dos razones principalmente que explican la dificultad para medir adecuadamente el efecto del activismo de los fondos sobre el desempeño de las empresas. En primer lugar, en general, es difícil medir el efecto sobre el valor económico de las empresas de cambios en aspectos específicos de su gobierno corporativo. Esto se debe, en parte, a la dificultad de parametrizar cambios cualitativos en aspectos del gobierno corporativo de las empresas y, en parte, al problema de endogeneidad sugerido por Demsetz que implica que algunos de los cambios que observamos son respuestas endógenas a las condiciones competitivas del mercado. En segundo lugar, Carleton et al. (1998) muestran evidencia respecto a la existencia de negociaciones privadas entre los administradores activistas de fondos y las compañías. Estos autores sostienen que en muchas ocasiones las negociaciones entre los fondos muy activos y las empresas se producen con anterioridad al anuncio público de *targeting* realizado por el inversionista institucional. Así, es común observar la acción pública del fondo de pensiones sobre la compañía después que ha ocurrido una negociación privada entre ellas y, por lo tanto, muchas veces las compañías reaccionan antes que el anuncio público ocurra lo que los estudios empíricos no capturan adecuadamente el efecto de la acción del fondo.

2.3. Evidencia para Chile

Existen, al día de hoy, varios estudios que miran el efecto de la reforma al sistema de pensiones en Chile sobre el nivel de ahorro, el desarrollo del mercado de capitales y el valor de las empresas. Evidentemente, como se discutió anteriormente, los efectos positivos de la reforma previsional sobre el valor de las empresas no se explican únicamente por su efecto sobre el mercado de capitales.

Walker y Lefort (2001) presentan evidencia cualitativa y econométrica, a nivel agregado, que indica una caída en el costo de capital en Argentina, Chile y Perú luego de la implementación

de la reforma previsional en cada uno de estos países. Estos autores sostienen que la reducción del costo de capital se debería a una caída en los costos directos de emisión de papeles, por una combinación de factores que incluyen la caída en el premio por riesgo, la caída en el premio por plazo y la mayor liquidez del mercado.

Aunque, como argumenta Iglesias (1998), la caída en el costo de capital podría estar relacionada con el aumento en el ahorro financiero, una explicación complementaria podría deberse a la mejora esperada del gobierno corporativo de las empresas en las que las AFP van a ejercer su rol de monitoreo. En efecto, una mejora de las prácticas de gobierno societario podría explicar todos y cada uno de los factores mencionados por Waker y Lefort (2001). En cualquier caso, un menor costo de financiamiento debería reflejarse en un mayor valor económico para los activos de las empresas que tienen acceso al financiamiento proveniente de los fondos de pensiones.

Maturana y Walker (2004) exploran esta posibilidad aún cuando plantean una hipótesis distinta para este fenómeno. En su estudio, estos autores comparan el acceso al financiamiento proveniente de los inversionistas institucionales chilenos con la situación que se genera cuando un mercado financiero se integra con el resto del mundo, argumentando que en ambos casos “se amplía la base de sus inversionistas, lo que puede llevar a caídas en el costo de financiamiento y aumentos en transparencia y liquidez”. El estudio de Maturana y Walker calcula retornos anormales en las acciones de las empresas que han sido aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo para ser receptoras de inversiones por parte de los fondos de pensiones. La evidencia presentada en el artículo muestra un exceso de retorno acumulado positivo, en particular en el momento alrededor de la ventana del anuncio de la aprobación. En particular, en el caso de la aprobación para la compra de acciones se observa un exceso de retorno, estadísticamente significativo, acumulado total de aproximadamente un 5 a 7 por ciento. Para el caso de la aprobación de la adquisición de bonos se obtiene un nivel de exceso de retorno en torno al 3 por ciento, aunque no es estadísticamente distinto de cero.

Más evidencia empírica del efecto de las administradoras de fondos sobre el gobierno corporativo de las empresas y su desempeño económico es presentada por Lefort y Walker (2007). En ese estudio, los autores exploran el efecto de diferentes aspectos del gobierno societario de las empresas chilenas sobre su valor de mercado. La evidencia presentada indica que, controlando por otras características de la estructura de propiedad y control de las empresas, la presencia de los inversionistas institucionales como accionistas de una empresa está asociada a un aumento estadísticamente significativo del valor de mercado de las empresas. Para la empresa promedio el aumento de valor es cercano al 14%. Este aumento de valor podría estar explicado, en parte, por la incorporación de directores independientes. Así, como muestran Iglesias (2000), Lefort y Urzua (2007) y la próxima sección de este estudio, en el caso chileno los fondos de pensiones contribuyen claramente a la elección de directores independientes en las empresas en las que invierten sus fondos. La evidencia empírica entregada en el estudio de Lefort y Urzua (2007) muestra que el mercado premia a las empresas que tienen uno o más directores independientes en su directorio.

En resumen, los fondos de pensiones son inversionistas claves, tanto en nuestros países como en países con mercados de capitales más desarrollados. Al respecto, la evidencia empírica muestra que la acción de monitoreo de las inversiones de los fondos en las empresas contribuye a mejorar el gobierno corporativo de éstas, reduciendo su costo de capital. Sin embargo, la evidencia internacional indica que el exceso de activismo por parte de los inversionistas institucionales no parece ser premiado por el mercado.

3. Intervenciones recientes de los Administradores de Fondos de Pensiones conducentes a mejorar el Gobierno Corporativo en Chile

El papel de los accionistas institucionales resulta fundamental en el funcionamiento del gobierno corporativo de las sociedades en la que éstos invierten. En particular, los flujos de comunicación entre la empresa y sus accionistas institucionales se convierten en un elemento crítico de gobierno corporativo en aspectos relacionados con el tratamiento equitativo a los

accionistas minoritarios. Como se vio, en los países con mercados de capital más desarrollados, los accionistas institucionales más activos en la promoción de principios de buen gobierno corporativo en las compañías, ejercen su influencia a través de exigencias de cumplimiento de estándares de gobierno corporativo a los emisores de los títulos en los que invierten, condicionando la selección de su cartera de inversiones al cumplimiento de dichos estándares.

Sin embargo, la regulación vigente en Chile establece que las administradoras de fondos de pensiones chilenas no deben participar ni influir en la gestión de las compañías en las que invierten los fondos que administran. Su deber fiduciario con los afiliados debe ser cumplido mediante el prudente ejercicio de sus derechos como inversionista en los valores, acciones o bonos, de las sociedades. Estos derechos incluyen, por supuesto, la posibilidad de sancionar al emisor no invirtiendo en los valores emitidos por éste o liquidando anticipadamente parte o toda su inversión en él. Incluyen, además, el prudente ejercicio de los derechos políticos adquiridos mediante la inversión realizada en los valores del emisor. Los principales derechos políticos que los administradores de fondos pueden ejercer corresponden al derecho a voto en las juntas de accionistas, incluyendo la elección del directorio de la sociedad, y/o de tenedores de bonos.

En este capítulo se describen y analizan una larga lista de intervenciones de las Administradoras de Fondos de Pensiones conducentes a mejorar las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades anónimas chilenas en las que las AFP han invertido los recursos que administran. Las intervenciones analizadas incluyen, por un lado, acciones específicas tomadas por las Administradoras en el ejercicio de sus derechos como accionista o tenedor de bonos, conducentes a modificar e incluso impedir la realización de una operación societaria que podría perjudicar los intereses del fondo. Por otro lado, las Administradoras de Fondos de Pensiones también han incorporado como práctica común el plantear a la Junta de Accionistas y/o a la administración de la empresa su preferencia por la implementación de políticas generales conducentes a mejorar la calidad del gobierno corporativo y, por lo tanto, la creación

sustentable de valor en la empresa. Entre éstas se destacan la política de remuneraciones del directorio y la política de rotación de los auditores externos.

La descripción y análisis de las intervenciones y políticas descritas en este documento se basan exclusivamente en información pública entregada por las Administradoras y/o los emisores a través de hechos esenciales, comunicaciones a la Superintendencia de Valores y Seguros, actas de Juntas de Accionistas y de Tenedores de Bonos, Boletines de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, y Memorias Anuales de las empresas, entre otros.

Aunque la lista de intervenciones presentadas incluye el caso Chispas, ocurrido en el año 1997, la mayoría de los ejemplos descritos se concentran en el período 2003-2007, en parte porque las Administradoras han presentado un rol más activo a partir de esa fecha. En cualquier caso la lista de intervenciones presentadas no pretende ser exhaustiva, incluyendo todas las intervenciones realizadas por las Administradoras, sino que mostrar una serie de ejemplos de naturaleza diversa que permitan entender las múltiples formas mediante las que las AFP han contribuido en la práctica a mejorar el gobierno societario de las empresas chilenas salvaguardando los intereses de quienes aportan su ahorro previsional a los fondos administrados. Además, en muchos casos en los que en este documento se identifica a una Administradora específica como la impulsora de una intervención, es claro que dicha intervención puede haber contado con el apoyo explícito o implícito de otras Administradoras.

3.1. Ejerciendo sus derechos como accionista

La evidencia internacional indica que, controlando por otros factores, las empresas que tienen entre sus accionistas a un inversionista minoritario relevante tienden a ser más valoradas por el mercado. La explicación más común para este fenómeno es que los accionistas minoritarios que controlan paquetes accionarios importantes tienden a ejercer un rol de monitoreo respecto a las decisiones corporativas que pueden afectar el valor de su inversión. Este efecto ocurre no solo en empresas de propiedad difusa, sino que también se observa en el caso de empresas de propiedad concentrada en las que un accionista mayoritario ejerce el control. En teoría, la

mayor valoración de mercado observada debería corresponder al valor presente de las ganancias esperadas para el accionista producto del monitoreo ejercido por el minoritario significativo. En muchas oportunidades, las ganancias pueden corresponder, en realidad a potenciales pérdidas evitadas gracias a la intervención oportuna de los inversionistas minoritarios.

Por otro lado, la experiencia chilena muestra que el sistema de Administradoras de Fondos de Pensiones chilenas ha asumido en forma responsable su obligación a ejercer todos los derechos políticos inherentes a los valores integrados en su cartera en beneficio exclusivo de sus partícipes, especialmente el derecho de asistencia y voto en las Juntas de Accionistas.⁸ Además, y cumpliendo la legislación vigente, las sociedades administradoras de fondos de pensiones informan, al mercado y sus afiliados, de su política en relación al ejercicio de los derechos políticos en las empresas en las que han invertido los recursos administrados, dejando constancia de dicha política, y de las acciones que ésta conlleva, en los documentos informativos que existen con ese propósito.

3.1.1. En transacciones y operaciones societarias que podrían perjudicar a accionistas minoritarios

Dentro de la primera categoría de intervenciones destacan aquellas en las que las AFP han tenido un rol importante en la definición de operaciones significativas como cambios del control de la sociedad, fusiones, modificaciones de los estatutos, enajenación de activos esenciales, entre otras. En estas operaciones, las Administradoras han actuado buscando defender los intereses del fondo y otros accionistas minoritarios.

En los últimos años, las administradoras de fondos de pensiones chilenas han intervenido en varias oportunidades llamando la atención y alterando el resultado de operaciones societarias

⁸ El D.L 3.500 establece que para las Administradoras de Fondos de Pensiones que operan en Chile, la asistencia a la Junta de Accionistas de los representantes de las AFP es obligatoria, y que sus declaraciones y votaciones deben ser realizadas públicamente a viva voz.

para el beneficio de los accionistas minoritarios de la compañía. En esta sección se describen y discuten las operaciones más emblemáticas.

El caso Chispas⁹

El caso Chispas es, sin duda, uno de los más emblemáticos a la hora de enumerar la lista de operaciones societarias en Chile en las que el tema del gobierno corporativo es central. El caso no es solo relevante por el tamaño de la operación, sino que también es uno de los primeros y, quizás, el que instaló el tema del gobierno corporativo en Chile.

La operación se refiere al proceso en torno a la oferta pública de adquisición de acciones realizada por ENDESA España (EE) para adquirir el control de ENERSIS y ENDESA Chile. El caso se desarrolla durante el segundo semestre del año 1997 y muestra el importante rol de las Administradoras de Fondos de Pensiones ejerciendo su rol de inversionistas institucionales.

El 30 de julio de 1997, el Directorio de Enersis celebró una reunión extraordinaria convocada por el Gerente General, José Juraszeck, en la que éste informó sobre conversaciones sostenidas con EE para estructurar una alianza estratégica destinada a materializar en forma conjunta inversiones en el sector eléctrico latinoamericano. De hecho, ENERSIS ya había participado en su expansión internacional en asociación con EE en las empresas Edelnor en Perú y Cerj en Brasil. La alianza propuesta en esta oportunidad se realizaría a través de una nueva sociedad llamada Endesis, en la que EE tendría una participación de un 55% y Enersis de un 45%. El capital sería del orden de los US\$1.000 millones.

Basado en la recomendación de una comisión formada por dos directores independientes, el Directorio de Enersis resolvió aprobar la materialización de una alianza estratégica entre Enersis y EE, y facultar al Gerente General para negociar y firmar, en representación de la

⁹ Parte del material usado en esta sección proviene del capítulo correspondiente del libro “Problemas y Soluciones de Gobierno Corporativo en Chile: Cuatro Casos Emblemáticos para el Análisis”, de Lefort y Wigodski, Ediciones Universidad Católica, 2007.

empresa, todos los documentos necesarios para el debido cumplimiento de este acuerdo, y para informar a la Superintendencia de Valores y Seguros de esta alianza una vez suscrita.

Para comprender los acontecimientos posteriores es preciso describir la estructura de control que operaba en el holding eléctrico desde 1987. En ese año y, en el contexto de la privatización de Chilectra, nacen las denominadas sociedades Chispas (Chispa Uno, Chispa Dos, Luz y Fuerza, Los Almendros y Luz). El capital de estas sociedades fue aportado principalmente por los trabajadores de la compañía que invirtieron sus indemnizaciones en acciones de la serie A. Un grupo de ejecutivos de la compañía ejercería el control y la gestión empresarial a través de la propiedad de las series B, las que permitían controlar las sociedades con solo el 0.06% de su capital. A su vez, el control de estas sociedades permitía controlar ENERSIS y sus coligadas.

Así, a mediados del año 1997, este grupo de ejecutivos detentaba el 100% de la propiedad de las acciones serie B de las Sociedades Chispas. Los profesionales, además de ocupar altos cargos ejecutivos en Enersis, participaban en todos los directorios de las sociedades Chispas, y contaban con la confianza del resto de los inversionistas de la compañía al ser percibidos como los responsables de la buena gestión que había conducido a Enersis a ser la empresa más importante del sector eléctrico latinoamericano. En este contexto y en virtud de los poderes otorgados por el Directorio, el 2 de agosto de 1997, el Gerente General de Enersis suscribió con EE el contrato de alianza estratégica acordado.

El 18 de agosto de 1997 se lanzó la OPA sobre las acciones serie A de las Chispas, ofreciendo 260 pesos por acción en las primeras cuatro sociedades y 490 por acción de Luz A. Finalizada la operación, EE anunció declaró que la OPA había sido un éxito al sobrepasar la meta en cuatro de estas sociedades: Chispa Uno (91,0 %), Chispa Dos (91,3 %), Los Almendros (89,0 %) y Luz y Fuerza (93,4 %). Sólo en la sociedad Luz (21,7 %), los españoles no lograron su objetivo.

Esta situación en la sociedad Luz fue la primera señal de que las cosas no estaban andando exactamente como EE esperaba. En una acción coordinada por la administradora de fondos

Moneda Asset y la AFP Protección, única AFP que tenía inversiones en la sociedad Luz, se estableció un poder de compra paralelo, a un precio mayor al ofrecido por EE, abierto por accionistas que poseían casi un 30% de las acciones de la “Chispa rebelde”, entre los que se contaban las Administradoras mencionadas, entre otros. El propósito de la contraoferta era lograr el 50% de las acciones de la serie A de Luz, para tratar de vender su principal activo, las acciones de Enersis a un precio mayor.

A pesar de esto, el 8 de septiembre de 1997, EE declaraba exitosa su OPA sobre las Chispas y anunciaba la obtención del control de Enersis. Recién, el 10 de octubre de ese año el mercado comprendía el alcance de la afirmación de Endesa España. El anuncio de EE se fundamentaba en el hecho de que Endesa superó sus objetivos en las cuatro primeras sociedades y a la circunstancia de que los resultados obtenidos en las cinco sociedades, unidos a la adquisición de las acciones serie B, le permitían disponer de la mayoría en los respectivos órganos de administración, y ejercer el grado de control perseguido en el Grupo ENERSIS. Efectivamente, el gerente general de Enersis, José Yuraszeck, había firmado a título personal y sin conocimiento por parte del Directorio de Enersis, contratos adicionales en los cuales vendía a EE las acciones serie B de las sociedades Chispas, traspasando así a EE la estructura de control que el grupo de profesionales tenía sobre las empresas chilenas. Los contratos de venta suscritos por el grupo de gestores especificaban la venta por cerca de US\$250 millones del 51% de las acciones serie B de las Sociedades Chispas, sujeto a que EE declarara exitosa la OPA por las acciones de la serie A. Además, se firmó un contrato de promesa de compraventa por el 49% restante de las acciones de la serie B de las Sociedades Chispas, por un total de US\$ 256,8 millones, pagadero en cinco cuotas anuales de US\$ 39,6 millones cada una (en un monto equivalente en acciones de EE) y una cuota de US\$ 60 millones, sujeta a que las utilidades de Enersis entre los años 1997 y 2001 superaran los US\$ 600 millones. Por último, los ex ejecutivos se comprometían a permanecer en Enersis en sus cargos, por un plazo de cinco años, durante el cual le traspasarían a EE, en forma paulatina y gradual, el control que ellos poseían de holding eléctrico. Este contrato facultaba a los Gestores Clave para oponerse a EE en decisiones de despido de ejecutivos de la compañía, como también de políticas de dividendos, inversiones y financiamiento. Por su parte, ENDESA España adquiría, entre otras cosas, la facultad para designar un gerente general adjunto en Enersis y Endesa, el que tendría

derecho a voz en las reuniones de directorio y con derecho a voz y voto en los comités ejecutivo y estratégico.

Ante esta situación, comenzó a gestarse una fuerte oposición a los acuerdos al interior de ENERSIS. Las Administradoras de Fondos de Pensiones, que en conjunto eran dueñas del 32 % de Enersis, solicitaron la realización de una Junta Extraordinaria de Accionistas con la finalidad de informarse a cabalidad de los términos del acuerdo con Endesa España.

Cuadro 4

Estructura de Propiedad de Enersis, Agosto 1997.

Principales Accionistas	% Participación
Sociedades Chispas	29,06%
AFP	32,86%
ADR	20,40%
Tenedores Extranjeros	2,43%
Otros	15,25%
Total Acciones	100%

Adicionalmente, la SVS pidió a la compañía que se citara a una reunión extraordinaria del directorio destinada a analizar y pronunciarse acerca de los contratos negociados por José Yuraszeck. En esa reunión, junto con manifestar el interés y la conveniencia de celebrar una alianza estratégica entre Enersis y EE, el Directorio consideró que el Gerente General se había extralimitado en los poderes otorgados el 30 de julio para la celebración del contrato. Posteriormente, a solicitud de los directores, en sesión extraordinaria celebrada el 20 de octubre, el Presidente y el Gerente General entregaron al Directorio la totalidad de los contratos firmados. Finalmente, en reunión extraordinaria del 22 de octubre, el Directorio decidió cesar en su cargo al Gerente General y sustituir al Presidente del Directorio.

Bajo estas nuevas condiciones y, dado que en la práctica se había derrumbado la estructura de control que deseaba adquirir, EE llegó a un acuerdo con el grupo de ex ejecutivos en el que se

dejó sin efecto el contrato de gestión y el contrato de compraventa por el 49% de las acciones serie B de las Sociedades Chispas por un valor de US\$256,8 millones, sustituyéndolo por uno de compraventa de esta serie a un precio de US\$36 millones.

Debido a que, tanto para EE como para Enersis era de especial interés el contrato de alianza estratégica, ambas empresas llegaron a un acuerdo. Sin embargo, dado que EE tenía el interés adicional de controlar la compañía y sólo contaba con el 29,06% de su propiedad, a través de la inversión que ya había efectuado al adquirir las Sociedades Chispas, logró modificar el límite de propiedad del 32% por parte de un accionista y efectuó dos OPAS, sobre ENERSIS y ENDESA Chile respectivamente, por un total de US\$3.593 millones adicionales que terminaron en los bolsillos de los accionistas minoritarios, incluyendo los fondos de pensiones.

Quizás el mejor resumen del crucial rol de las Administradoras de Fondos de Pensiones en esta operación se encuentre en la siguiente noticia publicada el 24 de octubre por el Wall Street Journal:

SANTIAGO, Chile -- The departure of Jose Yuraszeck from the top job at Chile's main utility holding company, Enersis SA, paves the way for its shareholders to get a better deal out of a strategic alliance with Spanish electricity giant Endesa. Mr. Yuraszeck, who turned Enersis from a creaky state-owned utility into a Latin American corporate powerhouse with assets in five countries, was ousted Wednesday as chief executive by his own board. He was succeeded on an interim basis by Enersis Chief Financial Officer Juan Ignacio Dominguez. The move followed strong criticism by Chilean regulators and pension-fund managers over the terms of a marriage arranged by Mr. Yuraszeck between Enersis and the state-controlled Endesa, whose full name is Empresa Nacional de Electricidad SA. Critics of the complex deal say it prejudices minority shareholders not only in Enersis but in several of its related companies while enriching Mr. Yuraszeck and a handful of his executives.

La Venta de Telefónica Net a Terra

Entre las intervenciones más destacadas de las Administradoras de Fondos de Pensiones para defender los derechos de los accionistas minoritarios en transacciones societarias lideradas por los controladores de una compañía, se destacan dos operaciones con partes relacionadas vinculadas a la Compañía de Teléfonos de Chile.

En 1990, Telefónica Internacional, filial de Telefónica S.A. de España, adquirió las acciones propiedad del grupo australiano Bond, ascendentes al 50% de las acciones de CTC, por la suma de US\$ 392 millones. En junio de ese año, liderada por la nueva administración, la Compañía de Teléfonos de Chile, realizó la primera emisión de ADR nivel III de una empresa latinoamericana. Tras esta operación, la participación de Telefónica en CTC bajó a un 44,45%, por debajo del 45%, máximo porcentaje del capital de la sociedad con derecho a voto que un accionista, directa o indirectamente, podía concentrar de acuerdo a los estatutos de la compañía.

Con ese capital, la multinacional española se aseguraba el control de la compañía chilena debido a la estructura de voto de CTC. En 1999, el capital social de CTC se encontraba dividido en 957.157.129 acciones sin valor nominal, emitidas en dos series, A y B. La serie A constaba de 873.995.491 acciones (91,31% del total) y la B de 83.161.638 acciones (8,69% del total). Estas dos series tienen el mismo derecho a voto (una acción = un voto) en la mayoría de las decisiones sometidas a la junta de accionistas, salvo en la elección del directorio. De acuerdo a los estatutos de la compañía, la administración de CTC debía ser ejercida por un directorio compuesto por siete miembros titulares (y sus suplentes), de los que seis debían ser elegidos por los accionistas de la serie A (85,71% del total) y uno por los accionistas de la serie B (14,29% del total).

Así, Telefónica S.A. de España controlaba, a través de su filial internacional, el 43,02% de las acciones clase A y el 50,19% de las acciones clase B y, por lo tanto, concentraba el 43,64% del derecho a voto en junta de accionistas, por debajo del máximo posible según los estatutos de la compañía. Sin embargo, debido a la estructura de voto en la elección del directorio que permitía a la serie B elegir un director con solo el 8,7% de los votos, la empresa española de telecomunicaciones podía elegir a cuatro de los siete directores, asegurándose la mayoría en esta instancia clave de toma de decisiones.

El “caso Terra” se origina precisamente a partir de una decisión del directorio de Telefónica CTC Chile. Efectivamente, el 30 de agosto de 1999, el Directorio de Telefónica CTC Chile aprueba, en votación dividida (cinco contra dos), la venta de Telefónica Net a Telefónica Interactiva Chile Ltda., filial de Terra Networks S.A., portal de Telefónica de España, en US\$

40 millones más el pago de la deuda de US\$ 9,7 millones que la compañía tenía con Telefónica CTC Chile. El objetivo de la venta era concentrar el negocio de internet a nivel global en la filial española.

Telefónica Net era una de las empresas líderes del mercado Internet en Chile, prestando servicios conmutados de acceso a Internet a través de líneas telefónicas a aproximadamente sesenta mil usuarios. Por su parte, Telefónica Interactiva era el mayor proveedor de servicios de acceso a Internet, contenido y servicios de portal en el mercado de habla hispana y portuguesa, con más de 600.000 clientes en el negocio de acceso a Internet y más de 300 millones de páginas vistas mensualmente en su negocio portal.

Ante las reservas de dos de los directores independientes de la compañía y los cuestionamientos de algunos accionistas respecto al precio pactado y el procedimiento utilizado en la operación. La Administración de CTC determinó solicitar la valorización de Telefónica Net a Bear Stearns, un banco de inversión internacional, con el objetivo de tener un punto de partida para la negociación del precio de venta. Sobre la base anterior, el Directorio de CTC acordó facultar al Presidente y al Gerente General para negociar la compraventa de Telefónica Net por un valor no inferior a la valoración entregada por Bear Stearns.

El 23 de septiembre, CTC hace público el estudio de Bear Stearns sobre la valorización de Telefónica Net, el cual indicaba un valor de entre US\$ 36 millones y US\$ 42 millones para dicha empresa. Finalmente, en octubre de 1999, Telefónica CTC Chile vende su filial Telefónica Net, proveedora de servicios de conexión a Internet, a Telefónica Interactiva Chile Ltda., filial de Terra Networks S.A.. La operación involucró un total de US\$ 49,7 millones, de los cuales US\$ 40 millones correspondieron al valor de acciones de la filial y US\$ 9,7 millones al pago de la deuda que la sociedad mantenía con Telefónica CTC Chile. Como parte de esta transacción, Telefónica Mundo 188, propietaria de las acciones de la filial de Internet, obtuvo una opción para suscribir acciones de Terra Networks, por un monto de hasta US\$ 40 millones. El porcentaje exacto a adquirir de esa empresa quedaría determinado por el valor de las acciones que proporcionara Goldman Sachs en el proceso de oferta pública de acciones que se

esperaba efectuar en el cuarto trimestre de ese año. En noviembre y basado en la recomendación unánime del Comité de Auditoría, el Directorio de CTC decidió ejercer la opción, a través de la filial Telefónica Mundo 188, lo que le permitió comprar acciones de Terra Networks S.A. a un precio máximo de 13 euros por acción por la suma de US\$ 40 millones.

Sin embargo, tras el anuncio de CTC de octubre, las Administradoras de Fondos de Pensiones, que poseían el 18,3% del total de acciones de CTC, solicitaron la realización de una junta extraordinaria de accionistas para que la empresa informara adecuadamente los detalles de la operación. En la junta realizada el 10 de noviembre, se dio a conocer un nuevo estudio de valorización preparado por Ernst & Young, el que fijaba el valor de Telefónica Net en el rango entre US\$ 43,5 millones y US\$ 48,5 millones.

La Junta Extraordinaria no calmó lo ánimos. El 22 de noviembre, el Presidente del fondo Templeton, Mark Mobius, declaró su voluntad de exigir compensaciones por la venta de Telefónica.Net. Durante el mes de diciembre, el abogado Guillermo Bruna, contratado por las AFP, sostuvo que la mayoría de los directores de CTC infringió las normas legales vigentes, y los directores disidentes, Felipe Montt y Nicolás Majluf, reiteraron sus cuestionamientos a la operación.

Así, los accionistas minoritarios de Telefónica CTC, principalmente las Administradoras de Fondos de Pensiones y un fondo de inversión, objetaron la venta argumentando que, de acuerdo a estudios independientes, el precio de la transacción debiera ser superior al acordado por el directorio de la empresa. El 28 de enero es dada a conocer una valoración independiente encargada por las AFP a Proteus Consultores señaló que la compañía valía entre US\$89 y US\$94 millones. Valoraciones más agresivas indicaban que el precio de Telefónica Net alcanzaría los US\$250 millones una vez se consideraba adecuadamente el valor que tendría para Terra una adquisición que le permitía transformarse en un holding mundial.

Finalmente, el Fondo Templeton se desistió de iniciar acciones legales en contra de CTC. Sin embargo, las Administradoras de Fondos de Pensiones decidieron seguir adelante. Así, nueve meses después de la aprobación definitiva de la venta de la filial de Internet de Telefónica CTC Chile a Terra Networks, las ocho Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) del sistema interpusieron, el 5 de Junio, una demanda judicial exigiendo indemnizaciones por los eventuales perjuicios causados por esa operación. En la demanda iniciada por las AFP en contra de directores y gerentes generales de Telefónica CTC Chile y Telefónica Mundo, se argumentaba que la transacción se realizó “en condiciones inferiores a las habitualmente prevalecientes en el mercado”. La indemnización exigida ascendía a US\$ 28,7 millones, cifra explicada por la diferencia entre el precio de venta y el valor de mercado estimado por los estudios independientes encargados a Proteus y Claro y Asociados. En función de esos informes, el valor de Telefónica Net fue calculado en US\$ 201,7 millones, mientras que los menores ingresos para Telefónica CTC Chile por la venta alcanzan US\$ 161,7 millones. Fueron excluidos de la demanda los directores Felipe Montt, Nicolás Majluf, Augusto Iglesias y Sergio Badiola, quienes se opusieron a la venta, así como otros miembros suplentes que no concurrieron con su voto. Se esperaba, que otros accionistas minoritarios que también se hubieran sentido afectados por la operación se sumarían a esta presentación judicial, incrementando con ello el monto de la indemnización total exigida.

Después de un año de litigio legal y en una decisión que sorprendió al mercado, el peritaje acordado por ambas partes y realizado por Juan Andrés Fontaine llegó a la conclusión que el precio de venta del activo se encontraba dentro de los rangos de mercado para transacciones de ese tipo, lo que forzaba a las administradoras de fondos de pensiones a poner fin a la acción legal.

La Venta del Negocio Celular a Telefónica Móviles¹⁰

¹⁰ Parte del material usado en esta sección proviene del capítulo correspondiente del libro “Problemas y Soluciones de Gobierno Corporativo en Chile: Cuatro Casos Emblemáticos para el Análisis”, de Lefort y Wigodski, Ediciones Universidad Católica, 2007.

Cinco años después del caso Terra, la Compañía de Teléfonos de Chile volvió a protagonizar una situación de conflicto entre los accionistas controladores y minoritarios. Una vez más, las Administradoras de Fondos de Pensiones jugaron un papel clave en el desenlace de la operación.

El 18 de mayo del año 2004, la reunión de directorio de Telefónica CTC Chile (CTC) tenía en su agenda un tema complejo de analizar. El Directorio de CTC debía decidir si aceptaba o rechazaba la oferta que Telefónica Móviles S.A. (TEM) había hecho con la intención de comprar el negocio de telefonía celular controlado por CTC.

La decisión era compleja por varias razones. Por un lado, ambas empresas, CTC y TEM, eran filiales de la misma compañía de capitales españoles, Telefónica S.A.. Por otro lado, el negocio de telefonía celular en Chile había presentado un gran dinamismo y la participación de CTC en él se había consolidado finalmente, tras numerosas inversiones.

El Directorio de CTC, debía considerar cuidadosamente todos los antecedentes relevantes al negocio y a la oferta presentada por Telefónica Móviles, y decidir si la venta, en esas condiciones, era un buen negocio para CTC y sus accionistas. Al término de la reunión, el mismo 18 de mayo, CTC emitió un comunicado de prensa indicando que el directorio de la empresa, en sesión ordinaria, había aprobado por unanimidad recomendar a los accionistas de la compañía la venta del 100% de su subsidiaria Telefónica Móvil de Chile S.A..

Como era de esperar, el anuncio causó revuelo en el mercado. En los últimos años, CTC había invertido fuertemente en el negocio de la telefonía celular y ahora que parecía haberse consolidado, la empresa decidía venderlo. En las semanas que siguieron a la recomendación del Directorio de CTC, diferentes mecanismos de gobierno corporativo, incluyendo la intervención formal de las AFP, funcionaron en forma más o menos eficiente, culminando con la aprobación de la transacción en junta de accionistas realizada el 15 de julio del 2004.

Al año 2004, CTC era el principal operador del sector de telecomunicaciones del país, participando directa o indirectamente en todos los mercados del sector en calidad de primer o segundo mayor operador. Por otro lado, la compañía Telefónica Móvil de Chile fue creada por

CTC en 1989. En 1996, se fusionó con VTR Celular, dando origen a CTC Startel, cuya propiedad correspondía en un 45% a VTR y en un 55% a CTC. Sin embargo, al año siguiente, CTC adquirió el porcentaje de propiedad de VTR, alcanzando el control total de esta filial. En junio de 1999, Telefónica Móvil alcanzó el millón de clientes y desarrolló la imagen corporativa que permaneció vigente hasta mayo del 2004.

Con el fin de consolidar su posición en el mercado, a partir del año 2000, Telefónica Móvil inició un ambicioso plan de inversiones y, para el 2001, había terminado la reestructuración de las operaciones de la compañía, consolidando la red celular en términos de cobertura y calidad. En julio del 2002, adquirió dos nuevas bandas de 10 Mhz para ampliar su cobertura y, en marzo del 2003, la compañía eliminó la marca Amistar, que operaba en prepago, unificando sus marcas bajo Telefónica Móvil. En abril del mismo año, tras una inversión de US\$ 150 millones, se operacionalizó la red GSM que permitió incorporar una amplia gama de servicios como mensajería multimedia, descarga de ringtones, descarga de juegos e internet móvil. Al año siguiente, Telefónica Móvil ofrecía el primer servicio para ver televisión por internet, Móvil TV, y el primer sistema de roaming internacional de datos. En resumen, a mayo del 2004, como resultado de sus inversiones, Telefónica Móvil había logrado consolidar su posición de liderazgo en el sector y se encaminaba a su tercer año consecutivo obteniendo beneficios netos para sus accionistas. Además, se había transformado en una importante filial de Telefónica CTC Chile, representando casi el 30% de sus ingresos consolidados.

En relación al gobierno societario de CTC, a mayo del 2004 la composición accionaria de CTC era similar a la descrita para 1999, en el contexto del caso Terra. El accionista controlador de Telefónica CTC Chile era Telefónica Internacional Chile S.A., compañía propiedad de Telefónica Internacional S.A., filial de Telefónica S.A. de España. Así, a través de su filial, Telefónica S.A. de España controlaba el 43,02% de las acciones clase A y el 50,19% de las acciones clase B y, por lo tanto, concentraba el 43,64% del derecho a voto en junta de accionistas, por debajo del máximo posible según los estatutos de la compañía. Sin embargo, debido a la estructura de voto en la elección del directorio que permitía a la serie B elegir un director con solo el 8,7% de los votos, la empresa española de telecomunicaciones podía elegir a cuatro de los siete directores, asegurándose la mayoría en esta instancia clave de toma de

decisiones. Por otro lado, las Administradoras de Fondos de Pensiones controlaban en conjunto el 25,7% del total de acciones de CTC Chile.

En mayo del 2004, el Directorio de Telefónica CTC Chile estaba compuesto por cinco directores elegidos con el apoyo de los votos del accionista controlador. Estos eran Bruno Philippi, José María Álvarez-Pallete, Andrés Concha y Fernando Bustamante, por la serie A, y Luis Cid Alonso, por la serie B. Los otros dos directores por la serie A, elegidos con los votos de los accionistas minoritarios, eran Felipe Montt y Hernán Cheyre. Es importante destacar que la ley chilena de sociedades anónimas especifica que un director es independiente cuando hubiera sido elegido aún sin contar con los votos del controlador. Es decir, bajo esta definición, únicamente Felipe Montt y Hernán Cheyre podían ser considerados independientes. El Directorio de CTC estaba compuesto, además, por siete directores suplentes, uno por cada director titular, que podían asistir a las reuniones pero sólo votar cuando el director titular estaba ausente. Además, el Comité de Auditoría de CTC estaba formado por Bruno Philippi, Hernán Cheyre y Felipe Montt.

Normalmente, en materias donde no había unanimidad, el Directorio aprobaba sus decisiones por mayoría. Sin embargo, en el caso de transacciones con partes relacionadas, los estatutos de CTC establecían que éstas debían ser aprobadas por al menos dos tercios del Directorio y debía dejarse constancia de su aprobación en el acta de la reunión correspondiente. Asimismo, de acuerdo a la ley chilena, la transacción debía ser aprobada, también, por el Comité de Auditoría de la empresa.

Las operaciones con parte relacionadas eran relativamente habituales en CTC. Así, por ejemplo, durante el año 2004, CTC vendió dos de sus activos a empresas controladas por Telefónica S.A. de España. El 26 de abril vendió a Telefónica Publicidad e Información S.A. la totalidad de su participación en la sociedad Impresora y Comercial Publiguías S.A., que correspondía a un 9% del capital social de esta empresa. La inversión de CTC en Publiguías S.A representaba el 0,11% de sus activos económicos y fue vendida a un precio de US\$ 14,76 millones. La venta de este activo fue aprobada sin problemas por el Directorio de CTC y no fue disputada por ningún accionista de la compañía.

Sin embargo, al igual que en el caso Terra, una transacción similar en la forma, la venta de Telefónica Móvil de Chile, no pasó inadvertida, tanto por los volúmenes involucrados como por las características del activo enajenado. Era una filial 100% propiedad de Telefónica CTC Chile, cuya inversión representaba el 8,68% de sus activos económicos y había sido declarada recientemente como un activo esencial de la compañía. Sin embargo, en mayo del 2004, Telefónica Móviles S.A. presentó una oferta al Directorio de CTC por la adquisición del 100% de las acciones de Telefónica Móvil que pertenecían a CTC. Esta oferta fue discutida en la reunión de directorio del 18 de mayo.

Claramente se trataba de una transacción entre partes relacionadas. En efecto, Telefónica Móviles S.A. correspondía a la empresa filial del grupo Telefónica que gestionaba todos los activos del conglomerado español en el sector de telefonía móvil. Telefónica España controlaba un 92,45% de Telefónica Móviles S.A, con un 71,02% directamente a través de Telefónica S.A. y un 21,43% por medio de Telefónica Internacional S.A.. Además, Telefónica España, por intermedio de Telefónica Móviles, era uno de los líderes del sector a nivel mundial, con presencia en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, El Salvador, Ecuador, España, Guatemala, Marruecos, México, Nicaragua, Panamá, Perú, Uruguay y Venezuela. De hecho, unos meses antes, en marzo del 2004, Telefónica Móviles había acordado la adquisición de la totalidad de los activos de Bellsouth en América Latina, a cambio de la cantidad de US\$ 5.850 millones. A raíz de esta operación, que se financió con recursos propios y deuda, Telefónica Móviles aumentó el número total de clientes en 10,5 millones en Latinoamérica, lo que le permitió alcanzar los 41 millones de clientes en Latinoamérica y los 62,5 millones mundialmente. Es decir, la adquisición de Telefónica Móvil de Chile se enmarcaba, en un contexto más amplio, dentro de los planes de Telefónica por aumentar agresivamente su papel en el negocio de telefonía móvil en la región.

El 18 de mayo del 2004, al término de la reunión de directorio, Telefónica CTC Chile emitió un breve comunicado de prensa indicando que el Directorio, en sesión ordinaria, había aprobado por unanimidad recomendar a los accionistas de la compañía la venta del 100% de su subsidiaria

Telefónica Móvil de Chile S.A. a la empresa Telefónica Móviles (TEM), filial de Telefónica S.A..¹¹

La recomendación del Directorio respondía a la oferta concreta realizada por TEM para adquirir las acciones de Telefónica Móvil de Chile mediante el pago en efectivo de US\$ 1.007 millones más la asimilación de una deuda por US\$ 243 millones que, a marzo del 2004, Telefónica Móvil de Chile mantenía con CTC.

El comunicado indicaba, además, que debido a que ésta era una transacción con partes relacionadas, el Comité de Directores de la compañía la había examinado cuidadosamente y había decidido, unánimemente, recomendarla. Efectivamente, Telefónica S.A. de España era dueña simultáneamente del 43,6% del capital accionario de CTC y del 92,44% de TEM. Adicionalmente, la nota de prensa de CTC especificaba que la transacción debía aprobarse en una junta extraordinaria de accionistas que tendría lugar en los próximos 60 días y que requeriría, también, de la aprobación por parte de los acreedores de la compañía. Para mayor información de los accionistas, el Directorio de CTC decidió solicitar dos opiniones independientes a JP Morgan Securities Inc. y a ABN AMRO Finance, respectivamente. Finalmente, el Directorio había aprobado recomendar que en dicha junta extraordinaria y, en caso de ser ratificada la venta, se aprobara un dividendo extraordinario de US\$ 800 millones.

Este anuncio causó revuelo en el mercado. Varios accionistas de CTC, entre los que se incluían AFP Cuprum, The Chile Fund, el Fondo Mutuo Celfin Acciones Chilenas y Consorcio Seguros de Vida, se manifestaron contrarios a la operación en los términos ofrecidos por TEM y presentados por el Directorio de CTC. De hecho, el 28 de mayo, estos accionistas invocaron el

¹¹ La recomendación del Directorio se basaba en el informe del Comité de Directores, el que según el acta de la reunión del 18 de mayo de 2004 indicaba textualmente: “recomendar al Directorio que convoque a una junta de accionistas con el objeto de proponer la venta de CTC Telefónica Móviles en los términos señalados en la carta oferta. Adicionalmente, se recomienda a la administración que solicite dos opiniones independientes sobre esta operación, a entidades financieras especializadas, las cuales deberán estar a disposición de los accionistas con anterioridad a la fecha de la junta extraordinaria...El Comité advierte que debido a que el 51% de las acciones de la filial constituyen un activo declarado esencial en la política de inversión y financiamiento de la sociedad aprobada por la junta ordinaria de accionistas de abril de este año, su venta debe ser aprobada por junta extraordinaria de accionistas que debe el Directorio citar al efecto.”

Artículo 44 de la Ley de Sociedades Anónimas y solicitaron llamar a junta extraordinaria de accionistas para que se discutiera la operación y fuera sometida a votación. El quórum requerido para aprobar la operación debía ser, a su entender, una súper mayoría de dos tercios de las acciones con derecho a voto de la compañía¹².

Efectivamente, el 25 de junio, CTC informó al mercado y a la SVS que la Junta Extraordinaria tendría lugar el 15 de julio. La tabla de la junta incluía la aprobación de la venta del 100% de Telefónica Móvil de Chile, la modificación de las estrategias financiera y de inversión de la compañía, y la aprobación del dividendo extraordinario. Respecto a la aprobación de la venta, la tabla indicaba adecuadamente que se trataba de una transacción con partes relacionadas y que, debido al carácter de activo esencial, el quórum necesario para su aprobación era de dos tercios. Por otro lado, la modificación de las políticas de inversión y financiamiento de CTC era necesaria puesto que CTC debería eliminar el negocio de telefonía móvil de su estrategia de inversión para los próximos dos años como parte de los términos impuestos por TEM para la compra.

Una semana antes de la junta de accionistas, el Directorio de CTC se reunió con los principales inversionistas de la compañía para informarles acerca de los detalles de la operación y responder preguntas. Entre los temas discutidos se destacó el aspecto tributario del dividendo a ser repartido y el porqué no se había considerado otras alternativas para la operación como un “spin-off” de Telefónica Móvil de Chile¹³.

¹² En términos generales, el Artículo 44 de la Ley de Sociedades Anónimas establece las condiciones que hace que uno o más directores tengan un interés personal en una operación. Cuando se dan esas condiciones, el Artículo 44 impone la obligación a los directores de pronunciarse acerca de las condiciones de mercado de la transacción o, en su defecto, a solicitar dos evaluaciones independientes de la misma. El Artículo establece, además, que si 5% de los accionistas con derecho a voto impugnan la transacción, ésta deberá aprobarse con dos tercios o más en una junta extraordinaria de accionistas llevada a cabo después de que los accionistas hayan tenido acceso a las evaluaciones independientes.

¹³ Un “spin-off” ocurre cuando una compañía decide separarse de una filial o subsidiaria, y en lugar de vender la subsidiaria directamente decide separarla de la matriz y transformarla en sociedad anónima, cuando es necesario, y repartir a prorrata las acciones de la nueva empresa entre los accionistas de la matriz.

Los resultados de las valoraciones realizadas por JP Morgan y ABN AMRO indicaron que el valor de Telefónica Móvil de Chile debía estar entre un mínimo de US\$ 614 millones y un máximo de US\$ 1.092 millones, dependiendo del método usado y de la tasa de descuento utilizada. Así, el monto total ofrecido por Telefónica Móviles S.A. para adquirir Telefónica Móvil de Chile de US\$ 1.250 millones se encontraba por arriba del rango superior de las estimaciones entregadas por ABN AMRO y JP Morgan. En consecuencia, ambos bancos de inversión recomendaron la aceptación de la oferta, y el Directorio de CTC dio a conocer esa información.

Sin embargo, no todos los interesados compartían la opinión del Directorio de CTC. Las principales inquietudes planteadas se podían agrupar en dos categorías. Por un lado, para algunos accionistas no parecía obvio que la decisión de vender un negocio que se había logrado consolidar después de cuantiosas inversiones fuera necesariamente la más adecuada. De hecho, no en vano, CTC había declarado a su filial Telefónica Móvil como un activo esencial pocos meses antes y el desarrollo del negocio de telefonía móvil era parte integral de la estrategia financiera y de inversiones de la compañía. Además, la reciente adquisición de los activos de BellSouth en América Latina por parte de Telefónica Móviles indicaba que el grupo español podía tener importantes planes de expansión para este negocio, conjetura que era apoyada por su repentino interés en comprar las acciones de la filial chilena de telefonía móvil.

Otra preocupación central de los accionistas de Telefónica CTC era evaluar el impacto para la compañía de operar sin su filial Móvil. Al respecto, CTC indicó a sus accionistas que la venta de la filial Móvil implicaría una mejora en los indicadores financieros de CTC debida, principalmente, a un incremento del flujo de caja y a una reducción de la deuda financiera, a causa de la desconsolidación de Telefónica Móvil, compensado, parcialmente, por la reducción del patrimonio.

Además, existían otros aspectos a considerar. La venta de la operación de telefonía móvil implicaba quedarse con negocios de mayor madurez y apostar fuertemente por el desarrollo de los negocios de comunicaciones para empresas y banda ancha, a través de ADSL, una tecnología que permitía aprovechar la capacidad instalada de redes fijas, requiriendo una baja inversión.

Los nuevos rumbos de la compañía dependían en este nuevo escenario de dos variables clave: la fijación tarifaria de la red fija, que ahora significaría un 64% de los ingresos de la nueva empresa, y el riesgo tecnológico que asumiría la nueva compañía al concentrar sus esfuerzos en el mayor desarrollo y uso de las actuales redes fijas a través de la banda ancha, siendo esperable un aumento de la competencia por proveer servicios de conexión, redundando en menores márgenes.

También había otros accionistas, entre los que se destacaba AFP Cuprum, que no necesariamente objetaban la venta, pero sí tenían reparos en relación al precio ofrecido por la empresa de capitales españoles. Los elementos que estos accionistas consideraban para apoyar su posición tenían relación con la importancia estratégica que Telefónica Móvil podía tener para el grupo español y, por lo tanto, con la real disposición a pagar de Telefónica de España.

En los días previos a la Junta Extraordinaria de Accionistas era claro que Telefónica Internacional Chile S.A. necesitaba el apoyo de las AFP para aprobar la transacción con el quórum requerido por los estatutos de CTC. A pesar de la recomendación del Directorio y de los dos estudios independientes que respaldaban esta recomendación, algunos accionistas minoritarios, encabezados por AFP Cuprum, continuaban manteniendo su posición respecto a que el precio ofrecido era insuficiente para compensar a los accionistas de CTC por la pérdida de la filial móvil.

Finalmente, el 15 de julio tuvo lugar la Junta de Accionistas. Telefónica Internacional Chile S.A. llegó a la reunión con la tarea bien hecha. Con el apoyo de la mayoría de los fondos de pensiones se aprobó la venta de Telefónica Móvil, tras acordar un aumento del precio de venta. Votaron a favor el 78% de los votos presentes, lo que correspondía al 69% de los votos totales. Al monto ofrecido inicialmente por la empresa de capitales españoles, que comprendía un pago en efectivo de US\$ 1.007 millones más el pago de la deuda por US\$ 243 millones, se agregó que el comprador se haría cargo de los impuestos generados por la venta hasta un máximo de US\$ 51 millones. Asimismo, se aprobó el dividendo de US\$ 800 millones que se pagaría usando US\$ 600 millones de las utilidades retenidas de CTC (US\$ 0,626856 por acción) y US\$ 200 millones

(US\$ 0,208952 por acción) contra la utilidad del ejercicio. Ambos serían pagados el 31 de agosto del 2004.

El caso de la venta de Telefónica Móvil ilustra muy claramente la importancia de las Administradoras de Fondos de Pensiones en su rol de accionistas minoritarios, monitoreando, llamando la atención del mercado y negociando mejores condiciones para los accionistas minoritarios en el proceso de aprobación de una transacción importante entre partes relacionadas.

Así, la legislación chilena post Ley de OPA impone procedimientos específicos para la aprobación de transacciones en las que podrían existir conflictos de interés, tales como la aprobación por parte del Comité de Auditoría, la inhabilitación de los directores que presenten conflictos de interés, la necesidad de evaluar si la transacción se realiza a precio de mercado y la obligación de proveer la información necesaria a los accionistas para que éstos decidan en junta de accionistas. Sin embargo, estas normas no son suficientes sin el ejercicio responsable de los derechos de propiedad de los accionistas minoritarios. Este caso ilustra la importancia que tienen las Administradoras de Fondos de Pensiones ejerciendo este rol.

La Fusión MASISA - Terranova

Durante el año 2004, el Grupo Nueva, controlador de las sociedades MASISA y Forestal TERRANOVA SA se planteó la fusión de ambas compañías en una sola. Efectivamente, el 25 de agosto de 2004, el Directorio de Masisa acordó proponer a Junta extraordinaria de accionistas la fusión por incorporación de Masisa en su matriz Terranova S.A. En la opinión del directorio, comunicada a la SVS en hecho esencial del 26 de agosto, “la fusión propuesta es altamente conveniente desde la perspectiva de los intereses de Masisa como un todo y de la totalidad de sus accionistas, por cuanto implicaría significativos ahorros en los costos operacionales de las sociedades fusionadas, sus filiales y coligadas, como asimismo, grandes beneficios derivados de las economías de escala y sinergias existentes entre dichas empresas.”

En definitiva, la propuesta del directorio de Masisa correspondía a una operación importante entre partes relacionadas, justificada por el ahorro de costos y las economías de escala. Sin embargo, desde el punto de vista de los accionistas minoritarios era crucial la elección correcta de la razón de canje o precio implícito de la fusión. La razón de canje se refiere al número de acciones de Terranova que los accionistas de Masisa recibirían por cada acción de esta última que tuvieran. Una razón de canje alta favorecería, en términos relativos, a los accionistas de Masisa con respecto a los de Terranova.

Un aspecto adicional complicaba la operación. Aunque Terranova era la sociedad matriz de Masisa, muchos accionistas, incluyendo a las AFP y al controlador Grupo Nueva, poseían acciones en ambas compañías. Por lo anterior, la razón de canje relativamente alta resultaría beneficiosa para aquellos accionistas que tuvieran una mayor participación relativa en Masisa que en Terranova. Ese era el caso de las Administradoras de Fondos de Pensiones. Viceversa, una razón de canje relativamente baja beneficiaría a quien, como el Grupo Nueva, tuviera una mayor participación relativa en Terranova.

En la misma sesión del 25 de agosto, el Directorio de Masisa acordó, “sobre la base de las valorizaciones económicas de Terranova y Masisa realizadas por el banco de inversiones JP Morgan y teniendo en consideración además los valores de mercado de dichas compañías, proponer a la Junta una relación de canje de acciones de 2,56 acciones de Terranova por 1 acción de Masisa”.

En efecto, valorizaciones económicas de las sociedades Terranova y Masisa elaboradas por el Banco de Inversiones JP Morgan, le asignaron a Forestal Terranova SA un valor patrimonial de US\$ 836 millones y a Masisa US\$ 490 millones. A partir de estas valoraciones y considerando el número de acciones emitidas de ambas compañías, la relación de canje recomendada por JP Morgan sería de 2,47 acciones de Terranova por cada acción de Masisa. Sin embargo, de acuerdo a la valorización de mercado la razón de canje implícita debía ser más alta. Así, de acuerdo a los patrimonios bursátiles de las sociedades al 24 de agosto de 2004, resultaría una relación de canje de alrededor de 2,83 acciones de Terranova por cada acción de Masisa.

El anuncio de esta operación no dejó indiferente al mercado. Apenas conocido el anuncio de la operación, los precios en bolsa de las acciones de ambas compañías cambiaron. Aparentemente, el mercado interpretó que la anunciada operación podría estar perjudicando relativamente a Masisa, cuyo precio accionario cerró con una baja de 5,76%, llegando a \$315,7. Por el contrario, el precio de Terranova subió un 7,63%, alcanzando los \$127. Esta reacción hizo anticipar a los corredores de Bolsa que en la junta de accionistas en que se votara la fusión, las AFP podrían condicionar su aprobación a un mejor canje de acciones. En palabras del gerente de Estudios de Tanner, Javier Cortón: "creo que hay asimetría en la valorización y eso crea este efecto sobre el precio de las acciones (...). Existe la sensación de que el controlador salió más beneficiado."

Durante los siguientes meses el Grupo Nueva preparó antecedentes para sustentar la propuesta de fusión en la junta de accionistas. El 7 de abril de 2005, la empresa Terranova SA recibió un "Informe Pericial Complementario de fusión por incorporación de Masisa SA en Terranova SA", del contador Luis Landa Tobar. Este informe fue encomendado por las gerencias generales de ambas empresas en conjunto, con el fin de emitir una opinión pericial sobre las asignaciones de acciones resultantes de la relación de canje entre ambas sociedades.

El informe pericial se pronunciaba en los siguientes términos. Para proponer el precio de canje, de 2,56 acciones de Terranova SA por cada acción de Masisa SA, ambos directorios tuvieron en cuenta lo siguiente:

- Valorizaciones económicas de Terranova y Masisa elaboradas por el banco de inversiones JP Morgan, asignándole a Terranova un valor patrimonial de US\$ 836 millones, y a Masisa US\$ 490 millones. Según esto, la relación de canje sería de 2,47 acciones de Terranova por cada acción de Masisa.
- Los patrimonios bursátiles de las sociedades al 24 de agosto de 2004, según los cuales resultaría una relación de canje de alrededor de 2,83 acciones de Terranova por cada acción de Masisa.

- Estados financieros de las empresas, auditados por PricewaterhouseCoopers

En definitiva, la conclusión del peritaje indicaba que:

“Si las Juntas de Accionistas aprueban la relación de canje de 2,56 acciones de Terranova por cada acción de Masisa, Terranova SA deberá emitir 1.130.632.161 acciones (el 2004 la sociedad tenía 3.918.427.856 acciones), las cuales deberán ser entregadas en canje a los accionistas minoritarios de Masisa SA propietarios de 441.653.188 acciones, representativas del 47,56 por ciento de la propiedad de Masisa. Una vez materializada la fusión, el capital de Terranova quedará dividido en 5.049.060.017 acciones, correspondiendo a los actuales accionistas de Masisa un 22,3929238% y a los de Terranova un 77,6070762%.”

Finalmente, el 12 de abril de 2005, en Junta Extraordinaria de Accionistas de Masisa se aprobó la fusión por incorporación de Masisa en Terranova. La relación de canje aprobada por la Junta de Accionistas fue de 2,56 acciones de Terranova por una de Masisa. En el caso de los tenedores de ADR de Masisa, estos recibirán 1,536 ADR de Terranova.

Durante la Junta, AFP Habitat solicitó formalmente el reparto de un dividendo adicional de 54 millones de dólares, como condición para la aprobación, por parte de la Administradora, de la fusión con Forestal Terranova. La moción presentada por la AFP fue aprobada por la junta. Así, la fusión por incorporación de Masisa a Terranova se aprobó sujeta a las siguientes condiciones copulativas:

- Que se realice el pago de un dividendo adicional por 54 millones de dólares, en adición al dividendo mínimo obligatorio de 12 millones de dólares.
- Que el monto que deba pagar Masisa S.A., como consecuencia del derecho a retiro ejercido por los accionistas disidentes de la fusión antes indicada, en su caso, no exceda de US\$ 6.000.000;

- Que se apruebe, por parte de la Junta Extraordinaria de Accionistas de Terranova S.A. a celebrarse el 13 de abril de 2005, la fusión por incorporación de Masisa S.A. en Terranova S.A.
- Que el monto que deba pagar Terranova S.A., como consecuencia del derecho a retiro ejercido por los accionistas disidentes de la fusión antes indicada, en su caso, no exceda de US\$ 10.000.000.

En Junta Extraordinaria del 13 de abril, Terranova aprobó la fusión, con la misma relación de canje. Consecuentemente, a través de la comunicación de dos Hechos Esenciales de fecha 16 de mayo de 2005, Terranova S.A. y Masisa S.A. informaron, entre otras cosas, el cumplimiento de las condiciones descritas. En ellos se señala: “El monto que deberán pagar las sociedades fusionadas, como consecuencia del derecho a retiro ejercido por sus respectivos accionistas disidentes de la fusión, es, a modo referencial expresado en dólares, de US\$ 1.378.448,25 en el caso de Masisa y de US\$ 3.190.455,92 en el caso de Terranova, montos inferiores a los establecidos en las condiciones”.

Finalmente, el 6 de junio de 2005, en Junta Extraordinaria de accionistas de la nueva sociedad fusionada operando bajo el nombre de MASISA S.A., se designó al nuevo directorio de la nueva compañía. Éste quedó formado por Julio Moura, presidente; Ronald Degen, Patrick Nielson, Juan Carlos Méndez y Jorge Carey, en representación del accionista controlador, el GrupoNueva, con el 59,49% de la propiedad. En tanto, las AFP, con el 24,76% de participación en la nueva compañía, nombraron a Enrique Seguel y Antonio Tuset, quien se incorporó por primera vez al holding.

Cambio de Estatutos de Soquimich

La Sociedad Química y Minera de Chile, Soquimich o SQM, como se la conoce en la actualidad, provee de un muy interesante caso de gobierno corporativo debido a la estructura piramidal de control que ha permitido a Julio Ponce mantener el control de esta empresa desde

que comenzara el proceso de su privatización en 1983. SQM ha sido una importante inversión de los fondos de pensiones chilenos desde 1988.

Sin embargo, en años recientes el mercado chileno ha sido testigo, en SQM, de una de las más encarnizadas luchas por el control de una compañía chilena. Así, se podría decir que desde fines del año 2002, Soquimich se había convertido en una de las pocas empresas chilenas en la que no existía un único y claro controlador. La situación era inclusive más curiosa puesto que en su directorio se sentaban representantes de tres de las más importantes compañías extranjeras en el rubro de los fertilizantes, Potash, Norsk Hydro e Israel Chemicals, junto a los empresarios chilenos que habían controlado el destino de SQM durante 20 años.

Aunque, evidentemente, el buen gobierno corporativo es importante en todo tipo de compañías, su rol se amplifica cuando diferentes actores clave de la empresa enfrentan estructuras de incentivos distintas. Este era el caso de SQM. Por un lado, el pacto Julio Ponce y Norsk Hydro controlaba el 37,5% de las acciones serie A de SQM, correspondiente al 20,35% del total del capital accionario, lo que le permitía elegir a tres de los ocho directores de SQM, incluido el presidente de la compañía, y pudiendo elegir directamente a uno de los tres directores que la coalición nominaba. Esta inversión le permitía, además, recibir a través de la serie de sociedades cascadas el 5,27% de cada dólar repartido como dividendo por SQM. Por otro lado, PCS también controlaba el 37,5% de propiedad de las acciones serie A de SQM y podía, por consiguiente, elegir a otros tres directores. Sin embargo, como PCS era propietaria directa de su 37,5% de la serie A, tenía derecho a recibir prácticamente el 20% de cada dólar repartido de dividendo. Por lo anterior, se puede argumentar que PCS tenía un mayor interés relativo en que los flujos de caja generados por SQM fueran atractivos, mientras que el interés de NH tendería a ser de un carácter más estratégico. Israel Chemicals, por su parte, poseía, a través de Inversiones RAC Chile, el 13,44% de la serie A y el 2,24% de la serie B. De esta manera, elegía a uno de los miembros del directorio de la compañía y recibía el 8,33% de los dividendos pagados por SQM. Finalmente, los accionistas minoritarios como fondos de pensiones y ADR, excluyendo a los que participaban indirectamente a través de las sociedades en cascada controladoras de Pampa Calichera, tenían el 11,56% de la serie A y el 97,76% de la

serie B. Por lo tanto, aunque sólo podían elegir un director, tenían derecho a recibir el 50,97% de cada dólar pagado de dividendo, es decir, prácticamente 10 veces más que la alianza Julio Ponce y Norsk Hydro, que elegía tres directores, incluyendo el presidente de la compañía.

Así, por un lado, los principales accionistas de SQM enfrentaban importantes diferencias entre sí, en cuanto a la relación entre su derecho de voto —en particular en la elección del directorio— y su derecho sobre los flujos de caja pagados por la empresa a los accionistas. Simplificando, se podría considerar que los derechos de voto eran proporcionales al número de directores elegidos. Usando esta medida aproximada, la alianza Ponce y Norsk Hydro tenía el 37,5% de los derechos de voto (3 directores de 8) y el 5,27% de los derechos sobre los repartos de dividendos. Es decir, una razón control/flujo de caja de 7,1 veces. En el otro extremo, los accionistas minoritarios tenían el 12,5% de los votos (1 director de 8) y el 50,87% de los flujos de caja a accionistas. Es decir, una razón control/flujo de caja de sólo 0,25. Además, los principales accionistas tenían potenciales conflictos de interés debido a su doble participación como accionista-director de Soquimich y ejecutivos de las principales empresas competidoras de SQM en el mundo.

Enfrentada a esta situación, la gerencia de SQM decidió, a fines del 2002, emitir los Principios de Gobierno Corporativo y el Código de Ética de la compañía, como un primer paso hacia la generación de mecanismos de gobernabilidad interna basados en la transparencia y el tratamiento igualitario a sus accionistas.

Sin embargo, la paz iba a durar poco tiempo. Durante el primer semestre del año 2005 se sucedieron una serie de declaraciones entre los dos principales controladores de la empresa, Julio Ponce y la empresa canadiense Potash Corporation of Saskatchewan (PCS), que indicaban que la lucha por el control de la empresa no había terminado. Buscando modificar la estructura de control e incentivos imperante en SQM, PCS propuso dos cambios significativos a los accionistas de la empresa: unificar las series de acciones A y B de la minera, y restituir el límite de votación por accionista al 37,5%. Los cambios se votarían en junta extraordinaria de

accionistas el 25 de mayo de ese año. Evidentemente, la intención de la empresa canadiense era fortalecer sus derechos políticos al interior de la sociedad.

El primer cambio, la unificación de las series A y B, buscaba eliminar la asimetría entre los derechos de voto de ambas series, instaurando el principio general de “una acción = un voto” en la empresa. Es interesante notar que PCS únicamente poseía acciones de la serie A, por lo que esta medida la beneficiaría únicamente en forma indirecta al mejorar los derechos políticos de los accionistas minoritarios.

Para entender la segunda propuesta es necesario remitirse a un par de meses antes. En marzo de ese año, el director representante de la serie B, José Antonio Silva, pidió a la SVS que confirmara o rectificara la interpretación del artículo 31 de los estatutos de SQM, que especifican que ningún accionista podrá ejercer por sí o en representación de otros accionistas más del 37,5% del derecho a voto de cada una de las series accionarias. Asimismo, el director representante de la serie B solicitaba aclarar el quórum requerido para modificar dicho artículo. En el fondo de la aclaración solicitada estaba la discusión acerca de si la restricción establecida en el artículo 31 se aplicaba también al caso de los accionistas relacionados. En respuesta, la SVS pidió formalmente la opinión sobre este punto a la empresa, y en reunión formal del directorio, con los votos en contra de los directores elegidos por la empresa canadiense PCS, se confirmó la interpretación de que el artículo 31 no se refería a la situación de accionistas relacionados. Esta interpretación permitió sumar votación individual de accionistas con sus relacionados sobrepasando el límite de 37,5% por serie, no así el límite de 32% del derecho de voto total especificado en el artículo 31 bis. En documento de respuesta, el directorio de SQM expresa textualmente que la limitación al ejercicio del derecho a voto “debe entenderse como aplicable exclusivamente a quien pretenda votar, por sí o representando a otros accionistas, sin incluir en el cálculo del porcentaje respectivo a quienes, a pesar de estar ejerciendo el derecho a voto siguiendo un mismo interés por ser personas relacionadas entre sí, ejerzan tal derecho directamente en la junta de que se trate”. Por otro lado, el directorio aclaró que la modificación de dicho artículo requeriría el voto de la mayoría absoluta de los accionistas presentes en junta extraordinaria.

Haciendo uso de esta interpretación aceptada del artículo 31 de los estatutos de SQM, el 29 de abril, durante la asamblea anual ordinaria, Julio Ponce y sus accionistas relacionados lograron elegir cuatro directores en SQM, mientras que la canadiense PCS sólo logro elegir tres. De esta forma se rompía el delicado equilibrio que se mantenía en el directorio y en el control de la empresa. De los siete directores de la Serie A, los designados por el sector de Ponce Lerou, fueron él mismo, Wolf Von Appen, Hernán Büchi y Kendrick Wallace, mientras que los elegidos por PCS fueron Daniel Yarur, José María Eyzaguirre y Wayne Brownlee. El octavo director, elegido por la Serie B, fue nuevamente José Antonio Silva.

En respuesta a este cambio en el equilibrio del directorio, la empresa canadiense decidió proponer la modificación de los estatutos de SQM para imponer el límite máximo de votación de 37,5% del derecho de voto de cada serie a las votaciones realizadas por accionistas relacionados actuando en pos de un mismo interés. La empresa canadiense justificaba su posición en la intención de reestablecer el equilibrio a la compañía y mejorar los derechos de los accionistas minoritarios. “Así como están las cosas, Ponce, con cuatro directores y el voto decisivo del presidente, no tiene nada que consultarle a nadie”, declaraba el director José María Eyzaguirre. Para complementar su posición, la empresa canadiense indicaba que bajo la actual estructura de control de SQM, un accionista con sólo 27% de las acciones podía controlar en forma absoluta la administración, sin ningún contrapeso de los demás inversionistas.

Evidentemente, la posición de las Administradoras de Fondos de Pensiones era clave para aprobar o rechazar la modificación del artículo 31 de los estatutos de SQM. En el pasado reciente, las AFP ya habían intervenido para reestablecer el equilibrio en el control de la compañía. A fines del año 2004, los inversionistas institucionales habían obligado a PCS a vender parte del 8,3% de las acciones serie A que la empresa había comprado a Israel Chemicals, para evitar que tomara el control de SQM.

Finalmente, llegó el 25 de Mayo, fecha de la Junta de Extraordinaria de accionistas. La asistencia a la junta fue récord con más del 96% de asistencia. Las Administradoras de Fondos de Pensiones contaban con el 19% de los votos y su posición sería determinante en el

resultado. De las dos propuestas de PCS, primero se votó por la unificación de las series. Como se explicó anteriormente, la aprobación de esta propuesta significaría reestablecer el principio de “una acción = un voto” en la compañía y tendría el efecto inmediato de aumentar la participación de los accionistas minoritarios en el directorio de la empresa.

El rechazo de la serie A a la unificación de las series se entiende por la pérdida de derechos que entrañaba para sus accionistas. En especial, la oposición del bloque Ponce-Yara era evidente, pero también se planteaban dudas respecto a la posición de las AFP por la potencial pérdida de privilegios para la sociedad Pampa Calichera, uno de los principales accionistas de la serie A, y donde las AFP tenían participación. Finalmente, las AFP y alrededor de 75% de la Serie B votaron en bloque a favor de la moción de unificación de las series accionarias. Sin embargo, ésta no se aprobó por el decisivo el voto de la serie A. El 54,94% de esta serie votó en contra de esta reforma. La aprobación de la unificación de las series requería 2/3 de los votos.

En cuanto a la modificación del artículo 31, el conteo de votos fue estrecho. Curiosamente, las administradoras de fondos de pensiones se dividieron en la votación y, mientras Provida, Habitat, Cuprum y Bansander votaron por la moción de la empresa canadiense, PlanVital y Santa María se alinearon con Ponce. A pesar de ello, la modificación del artículo 31 propuesta por PCS fue aprobada estrechamente con 51,68% votos a favor y 47,74% en contra.

De esta manera, la junta restituyó el equilibrio que existía antes de la interpretación de los estatutos de la compañía. En la elección de directores que siguió a la aprobación del artículo 31, se eligieron tres directores para cada uno de los dos grupos controladores, uno de los minoritarios y otro independiente.

Este caso de resolución de conflictos acerca de la estructura de gobierno corporativo de SQM permite plantear otros interesantes temas relacionados con la participación de los inversionistas institucionales y, en particular, de las administradoras de fondos de pensiones chilenas en el gobierno corporativo de las sociedades anónimas en Chile. En primer lugar, el desenlace de

este caso permite plantear la siguiente pregunta. ¿Por qué las administradoras de fondos de pensiones dividieron sus votos en la votación sobre la modificación del artículo 31? ¿Acaso no tenían los mismos intereses e incentivos?

La votación dividida de las AFP muestra que frecuentemente las decisiones societarias y, en particular las que afectan el gobierno corporativo, son complejas y no siempre existe una única interpretación al respecto. En este caso, algunos accionistas minoritarios de SQM pensaron que era mejor mantener temporalmente el desequilibrio en el directorio de SQM a favor del grupo encabezado por Julio Ponce, para forzar a la empresa canadiense PCS a lanzar una OPA por las acciones de los minoritarios. En caso de que ello ocurriera, los accionistas minoritarios podrían verse beneficiados por un sobre precio pagado por sus acciones en el proceso de una lucha abierta por el control de la compañía. En palabras del director, José Antonio Silva, “...las cuatro AFP que votaron por PCS perpetuaron la situación de control, y renunciaron a una OPA por la lucha por el control.”

La votación en la junta extraordinaria de SQM plantea otra lección interesante. Es cierto que el resultado de la votación por la modificación del artículo 31 dependía de la votación de las administradoras de fondos de pensiones, pero también dependía de la votación de otro accionista minoritario clave: los ADR. En las grandes sociedades anónimas chilenas, los inversionistas institucionales internacionales adquieren “american depository receipts” que representan un derecho sobre acciones de la empresa. En los últimos años los grandes inversionistas institucionales internacionales han declarado su compromiso con el buen gobierno corporativo de las empresas en que invierten. Sin embargo, a veces la práctica no se condice con las declaraciones. En la votación en SQM, a diferencia de las AFP, los ADR votaron, de hecho, en blanco. Es costumbre que cuando eso ocurre, los votos blancos se sumen a la recomendación del presidente del directorio, en este caso, Julio Ponce. En la votación en SQM, sin embargo, los votos blancos de los ADR se distribuyeron proporcionalmente.

Pacto Soquimich - Kowa

La anterior no fue la última intervención de las AFP en el gobierno corporativo de SQM. En diciembre de 2006, la Sociedad de Inversiones Pampa Calichera, accionista mayoritario de SQM, y la firma japonesa Kowa Company, suscribieron un pacto de actuación conjunta por el control de la Sociedad Química y Minera de Chile S.A. (SQM). El pacto permitiría a la sociedad Pampa Calichera, brazo de inversión del grupo de accionistas liderado por Julio Ponce, alcanzar una participación suficiente para eventualmente elegir un cuarto director por la serie A de la empresa.

Sin embargo, las administradoras de fondos de pensiones, al igual que la empresa canadiense PCS, objetaban aspectos del pacto relativos a la actuación conjunta en la obtención del control de SQM debido a que el nuevo pacto de accionistas alcanzaría el 32,3% del capital accionario de la empresa violando, por lo tanto, el artículo 31 bis de sus estatutos. La operación liderada por Ponce buscaba, obviamente, romper el equilibrio en el directorio puesto que PCS tenía una participación de 31,6% del capital accionario de SQM.

El punto clave de la argumentación de las Administradoras era que en virtud de dicho pacto, Kowa calificaría como persona relacionada a Pampa Calichera. Para ello, las administradoras de fondos de pensiones y la empresa canadiense PCS elaboraron estudios para objetar el acuerdo propuesto por Ponce. En el informe legal realizado por los abogados Alfredo Alcáino y Gonzalo Novoa, del 10 de abril de 2007, se señaló que “existen antecedentes concretos y fundados que permiten a la SVS calificar a Kowa como persona relacionada a Pampa”, por lo que se recomendó solicitar al ente regulador un pronunciamiento al respecto. Consecuentemente, estos accionistas alertaron a la SVS en relación a la violación de los estatutos de la compañía, en el sentido de que ningún accionista o grupo de accionistas relacionados pueden tener una participación superior al 32% de la propiedad total de la empresa.

El 27 de abril de 2007, la SVS se pronunció sobre este acuerdo de actuación conjunta. Un extracto de su resolución:

“(…) de acuerdo a las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores, y en consideración a los antecedentes disponibles a la fecha, no es posible colegir que los miembros del citado acuerdo sean entidades relacionadas entre sí. Sin perjuicio de lo anterior, a través de este acuerdo, al constituirse ambas partes como miembros del controlador de SQM, cada uno de ellos ha pasado a ser entidad relacionada a SQM.

No obstante lo antes señalado, del examen del citado acuerdo, esta Superintendencia ha concluido que dicho pacto no asegura el cumplimiento de lo que disponen los artículos 31 y 31 bis del estatuto social de SQM, pues permite que el accionista que ostenta la mayoría absoluta de las partes del pacto, actualmente, Pampa Calichera, logre que su voluntad en determinadas circunstancias (Inciso 3º, Cláusula 2.03 del Acuerdo), se ejerza junto con la actuación de la otra parte, Kowa, por sobre los máximos permitidos en los artículos mencionados. Esta situación ha sido comunicada con esta misma fecha a los suscriptores del pacto, así como a SQM, a efecto de que los primeros adopten las medidas conducentes a regularizar dicha situación”.

El 9 de mayo de 2007, la Sociedad de Inversiones Pampa Calichera S.A., y Kowa Company Ltd, acordaron dejar sin efecto el citado tercer párrafo de la cláusula 2.03 del acuerdo. Por tanto, declararon que “en el caso de no existir acuerdo entre ellas respecto de la forma de votar en una junta de accionistas de Sociedad Química y Minera de Chile S.A. que hubiere sido convocada por su Directorio, no estarán obligadas a votar de la manera que acuerde la mayoría absoluta de las partes del acuerdo”.

3.1.2. En la Elección de Directores Independientes

Salvo en aquellas materias sociales que son de exclusiva competencia de la Junta de Accionistas, el Directorio es la principal instancia del gobierno de la empresa. El Directorio de una compañía es su máximo órgano de administración y le corresponde la representación, dirección y supervisión de la misma, así como la realización de cuantos actos resulten

necesarios para el adecuado logro del objeto social. En este sentido, el Directorio tiene como principales misiones la dirección estratégica de la compañía, y la supervisión y evaluación de sus principales estamentos, pero debe delegar la gestión operativa de la empresa en la alta gerencia. En las sociedades anónimas abiertas, el Directorio debe atender siempre a la creación de valor, no sólo en el corto plazo sino también a medio y a largo plazo, prestando especial atención a las funciones de supervisión en la empresa. En particular, es de crucial importancia el cuidado del tratamiento equitativo a los accionistas, y el cumplimiento de la política de comunicación e información con los accionistas y por extensión con los demás grupos de interés, como mercados, empleados, proveedores, clientes, comunidad y opinión pública en general.

Formalmente, el buen gobierno corporativo, así como la mayoría de las legislaciones societarias en el mundo, establecen que los directores deben actuar de buena fe y en forma informada, cumpliendo los deberes de lealtad y cuidado debido para con la compañía y todos sus accionistas. Así, los directores de las empresas deben tener el mismo celo y cuidado, y actuar con la misma diligencia y prudencia al decidir materias relacionadas con los negocios de la empresa que si se tratara de sus propios negocios.¹⁴

Las prácticas de buen gobierno societario recomiendan que las siguientes facultades no debieran ser objeto de delegación por parte del directorio:¹⁵

- a) La aprobación de los lineamientos estratégicos, las políticas generales de la compañía y los presupuestos y planes de negocio anuales.
- b) El nombramiento, retribución, evaluación y, en su caso, destitución de los altos ejecutivos de la compañía.
- c) El monitoreo de la gestión y la eficiencia de las prácticas de gobierno corporativo implementadas.

¹⁴ El artículo 41 de la Ley de Sociedades Anónimas establece expresamente este deber de lealtad indicando que la responsabilidad de los directores en este sentido no puede ser liberada o limitada en ninguna forma por la empresa.

¹⁵ La Ley de Sociedades Anónimas establece varias de estas funciones en el Artículo XX.

- d) La identificación de los principales riesgos de la compañía y la constitución de los sistemas de control interno y de información adecuados.
- e) La determinación de políticas de transmisión de información veraz y oportuna al mercado, y creando los mecanismos adecuados de enlace entre la compañía y los accionistas para la aplicación de los principios de transparencia y trato equitativo.
- f) Proponer fundamentadamente a los accionistas las operaciones que comprometan los activos estratégicos de la compañía así como las grandes operaciones societarias, incluyendo la gestión de los conflictos de interés entre accionistas, alta gerencia y miembros del Directorio y el control de las transacciones con partes relacionadas.

Como se indicó anteriormente, la alta concentración de propiedad que presentan las sociedades anónimas chilenas implica diferencias significativas en sus estructuras de gobierno corporativo en relación a las empresas norteamericanas de propiedad difusa. Una de las más claras manifestaciones de la alta concentración en el gobierno corporativo de la empresa ocurre en el directorio. En particular, los directorios de las sociedades anónimas chilenas están conformados en su mayoría por personas vinculadas directa o indirectamente a los accionistas controladores de la empresa.¹⁶ Esta situación modifica en forma importante el tipo de problema de agencia que enfrentan los accionistas y el tipo de conflicto de interés que presentan los directores.

En este contexto, el rol de los Administradores de Fondos de Pensiones es especialmente importante, y éstos, han actuado consecuentemente de varias formas. En primer lugar, las AFP, en representación de los fondos que administran y que han sido invertidos en acciones de sociedades anónimas, se constituyen en el principal accionista minoritario de éstas, y contribuyen con sus votos a elegir una importante fracción de los directores independientes de acuerdo a la Ley de Sociedades Anónimas.

¹⁶ Ver Lefort y Urzúa (2007) para más detalles acerca de la composición de los directorios en Chile.

A pesar de lo anterior, los directores independientes en las sociedades anónimas chilenas son una minoría correspondiendo a menos del 8% del total. El Cuadro 5.a y 5.b a continuación muestra la cantidad de directores que se desempeñan en las sociedades anónimas en las que los fondos de pensiones invierten, y el número de directores elegidos con los votos de las Administradoras de Fondos de Pensiones. Aunque los directores deben deber de lealtad y cuidado a todos los accionistas, sin importar el origen de los votos que contribuyeron a su elección, los directores elegidos por las AFP juegan un importante papel en velar, entre otras cosas, porque aquellas transacciones en la que uno más miembros del directorio puedan tener un conflicto de interés se realicen en las mejores condiciones posibles para la empresa.

En consideración a esta responsabilidad, las AFP deben elegir a los mejores candidatos posibles para ejercer la función de director de empresa y tratar, dentro de lo posible, de optimizar el ejercicio de sus derechos de voto en junta de accionistas con el fin de maximizar el número de directores elegidos por ellas. En las próximas secciones se discuten varios aspectos relacionados con el proceso de selección, elección y determinación de las remuneraciones de los directores de las sociedades anónimas y se presentan varios ejemplos que ilustran el comportamiento por parte de las Administradoras de Fondos de Pensiones en estos procesos.

Cuadro 5.a

Composición de los Directorios de las Sociedades Anónimas Chilenas

	2007				1998		
	% del Patrimonio en poder de Fondos de Pensiones	Número de directores	Directores elegidos por FP		% del Patrimonio en poder de Fondos de Pensiones	Número de directores	Directores elegidos por FP
CINTAC	26.83	7	2	IANSA	34.83	7	3
SQM-B	26.67	1	1	LABCHILE	34.83	7	3
CTC-A	25.82	7	2	GENER	33.88	7	4
LA POLAR	25.49	7	3	ENERSIS	29.26	7	4
MASISA	25.22	7	0	ENDESA	26.07	9	4
CTC-B	24.85	2	0	PILMAIQUEN	22.11	5	2
CRISTALES	24.62	10	3	CINTAC	20.93	7	2
ENTEL	24.26	10	3	CTC-A	19.41	6	2
CONCHATORO	22.03	7	1	ENTEL	18.88	9	3
INTASA	21.67	7	2	MASISA	18.03	5	1
ENDESA	21.04	9	2	TERRANOVA	16.96	6	2
ENAEX	19.89	9	1	CTC-B	16.7	1	0
ANDINA-A	19.17	6	1	CAP	15.74	7	2
SAN PEDRO	19.03	9	2	FOSFOROS	14.75	7	1
ENERSIS	18.65	7	1	SANTA RITA	14.15	10	2
PARAUCO	18.6	9	3	CHILQUINTA	13.89	7	0
CAP	18.26	7	2	NAVIERA	13.88	5	1
CMPC	17.94	7	1	SQM-A	13.49	7	4
MADECO	17.84	7	1	CONCHATORO	13.06	7	0
SANTA RITA	17.79	10	2	CRISTALES	12.9	10	1
PILMAIQUEN	17.71	7	2	CTI	12.52	7	0
TELSUR	16.08	7	1	SQM-B	12.17	1	0
CEMENTOS BIO	15.78	7	1	EMELAT	12.07	7	1
CTI	15.65	7	1	BCI	11.62	9	1
AGUAS-A	15.56	7	1	ZOFRI	10.9	7	0
IANSA	15.53	7	2	CONATEL	10.66	6	1
FASA	15.1	9	2	ENAEX	9.72	9	1
ESVAL-A	14.27	7	1	ELECMETAL	9.5	7	1
FOSFOROS	13.3	7	1	CMPC	9.17	7	0
D&S	12.73	9	1	SOQUICOM	8.48	5	0
CENCOSUD	12.6	10	1	PUCOBRE-A	8	8	2
CERVEZAS	11.16	9	1	SAN PEDRO	7.66	7	1
MELON	10.91	7	1	CERVEZAS	7.35	9	0
BCI	10.56	9	1	PARAUCO	6.55	7	1
COLBUN	9.75	9	1	PARIS	5.94	9	1
FRIMETAL	9.23	7	1	COPEC	5.86	9	1
COPEC	9.02	9	1	ELIQSA	5.64	7	1
GASCO	8.96	7	0	LUZ A	5.39	9	0
VAPORES	8.67	11	1	SOMELA	5.19	5	0
CGE	8.23	7	1	CEMENTOS BIO	5.15	7	1
CORPBANCA	8.21	11	1	EMELARI	5.15	7	1
ELECMETAL	8.01	7	0	CIC	5.48	7	0
NAVIERA	7.56	7	0	INFORSA	4.74	7	0
ANDINA-B	7.05	1	0	ITATA	4.56	6	1
FORUS	6.87	7	1	INDUGAS	4.53	7	1
MARINSA	5.11	7	0	MADECO	4.49	6	1
FALABELLA	5.1	9	0	BANMEDICA	4.39	9	3
SK	4.79	7	0	EDELMAG	4.36	7	1
EDELPA	4.53	7	1	PIZARRENO	4.13	7	0
SECURITY	4.22	9	0	COLOSO	3.94	9	0
INFORSA	4.11	7	0	TRICOLOR	3.85	7	0
EDELMAG	4.05	7	0	EDWARDS - A	3.78	9	0
TRICOLOR	3.85	8	0	FASA	3.59	7	1
CALICHERAA	3.73	7	1	SANTA CAROLIN	3.32	7	1
SOQUICOM	3.47	7	0	MAINSTREAM	2.96	7	1
CEM	3.35	7	1	CHILECTRA	2.86	7	0
RIPLEY	3.26	5	0	INVERCAP	2.59	7	1

Cuadro 5.a

Composición de los Directorios de las Sociedades Anónimas Chilenas
(continuación)

CHILE	3.25	11	0	GASCO	2.58	7	0
GENER	3.11	7	0	ANDINA-A	2.5	6	0
SOMELA	3.04	5	0	ANDINA-B	2.43	1	0
ORO BLANCO	2.95	7	1	VAPORES	2.41	11	0
BANMEDICA	2.84	9	0	DETROIT	2.38	5	0
IAM	2.61	7	0	VENTANAS	2.37	7	0
WATTS-B	2.61	1	0	BANCO SANTIAGO	2.41	11	0
BESALCO	2.56	7	2	SANTA CAROLINA	2.29	1	0
DETROIT	2.28	7	0	LA POLAR	2.16	7	0
KOPOLAR	2.26	7	0	CGE	2.14	7	0
SONDA	1.96	9	0	CAMPOS	1.95	5	0
TELCOY	1.96	6	0	TELCOY	1.95	6	0
NORTEGRAN	1.9	7	0	ELEC COQUIMBO	1.87	5	0
VOLCAN	1.81	7	0	MANTOS	1.84	6	0
VENTANAS	1.7	7	0	QUILICURA	1.79	7	0
ALMENDRAL	1.65	7	0	ELECDA	1.46	7	1
BSANTANDER	1.59	11	0	CCT	1.44	5	0
ANTARCHILE	1.48	7	0	RIO MAIPO	1.44	5	0
BANVIDA	1.41	7	0	SECURITY	1.32	9	0
ANDROMACO	1.32	7	0	SIPSA	1.21	7	0
COLOSO	1.27	9	0	EDELNOR	1.15	7	0
SIPSA	1.22	7	0	MARINSA	1.08	10	0
LAN	1.2	8	0	COLBUN	1.06	7	1
QUINENCO	1.05	6	0	BSANTANDER	0.98	11	0
CCT	1.02	7	0	QUEMCHI	0.92	7	0
CORDILLERA	0.73	7	0	MADERAS	0.88	5	0
QUEMCHI	0.69	7	0	BHIF	0.77	9	0
ELECDA	0.6	7	0	CHOLGUAN	0.77	5	0
WATTS-A	0.59	7	1	EMELSA	0.76	7	0
EPERVA	0.5	7	0	INMURBANA	0.64	5	0
CAMPOS	0.43	5	0	CRUZSALUD	0.55	7	2
EMELARI	0.28	5	0	SUD AMER-A	0.51	11	0
ELIQSA	0.21	7	0	FALABELLA	0.42	9	0
SIEMEL	0.21	7	0	BESALCO	0.33	5	1
BICECORP	0.2	9	0	SAESA	0.33	7	0
EMILIANA	0.17	7	0	QUINENCO	0.17	9	0
MINERA	0.17	5	0	CONOSUR	0.16	5	0
INVERMAR	0.16	7	0	D&S	0.15	5	0
POLPAICO	0.13	7	0	POLPAICO	0.15	6	0
ZOFRI	0.12	7	0	COLINA	0.06	7	0
EMBONOR-B	0.11	7	0	VOLCAN	0.1	7	0
CONOSUR	0.1	7	0	SANTA ISABEL	0.09	5	0
ISANPA	0.1	5	0	MELON	0.04	7	0
EDELNOR	0.08	7	0	MINERA	0.01	5	0
ITATA	0.08	7	0				
SALFACORP	0.07	7	0				
INVERCAP	0.05	7	0				
PUCOBRE-A	0.05	9	0				
AGUNSA	0.03	7	0				
EMELAT	0.03	7	0				
INDIVER	0.02	7	0				
NAVARINO	0.02	7	0				
PASUR	0.01	7	0				
Promedio	10.7	7.2	0.6	Promedio	6.9	6.9	0.7
Total		796	64	Total		694	71
%			8.0%	%			10.2%

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos de SAFF, AAFP, Bansander, Cuprum y SVS. Iglesias (2000) para datos de la participación de las AFP en 1998

Cuadro 5.b

Directores de las Sociedades Anónimas Chilenas elegidos con los votos de las AFP, 2007

	Número de directores	Número de directores elegidos por AFP	Nombre Directores elegidos por AFP
CINTAC	7	2	Isidoro Palma Penco Eugenio Valck Varas
SQM-B	1	1	José Antonio Silva
CTC-A	7	2	Patricio Rojas Ramos (tit.) Benjamín Holmes Bierwirth (sup.) Hernán Cheyre Valenzuela (tit.) Carlos Díaz Vergara (sup.)
LA POLAR	7	3	Andrés Ibáñez Tardel Heriberto Urzúa Sánchez Baltazar Sánchez Guzmán
CRISTALES	10	3	Francisco León Délano Antonio Tuset Jorrot Cristián Eyzaguirre Johnston
ENTEL	10	3	Rodrigo Vergara Montes Alejandro Jádresic Marinovic José Luis Daza
CONCHATORO	7	1	Christian Skibsted-Hansen Cortés
INTASA	7	2	Andrés Kern Bascuñán Isidoro Palma Penco
ENDESA	9	2	Jaime Estévez Valencia Raimundo Valenzuela Lang
ENAEX	9	1	Jorge Carey Tagle
ANDINA-A	6	1	Heriberto Urzúa Sánchez (tit.) Pedro Arturo Vicente Molina (sup.)
SAN PEDRO	9	2	Rafael Aldunate Valdés Ernesto Tironi Barros
ENERSIS	7	1	Patricio Claro Grez
PARAUCO	9	3	Rafael Aldunate Valdés Patricio Claro Grez Raimundo Valenzuela Lang
CAP	7	2	Juan Carlos Méndez González Rodolfo Krause Lubascher
CMPC	7	1	Martín Costabal Lona
MADECO	7	1	Eugenio Valk Varas
SANTA RITA	10	2	Sergio Guzmán Lagos Cesar Barros Montero
PILMAIQUEN	7	2	Julio Gálvez Boizard Francisco Javier Courbis Grez
TELSUR	7	1	Adelio Pipino Cravero
CEMENTOS BIO BIO	7	1	Albert Cussen Mackenna
CTI	7	1	Fernando Alvear Artaza
AGUAS-A	7	1	Carlos Mladinic Alonso (tit.) Jorge Bande Bruck (sup.)
IANSA	7	2	César Barros Montero Sergio de la Cuadra Fabres
FASA	9	2	Pablo Lamarca Claro (tit.) Ernesto Labatut Soffia (tit.) Alvaro Pezoa Bissières (sup.) Gonzalo de la Carrera Correa (sup.)
ESVAL-A	7	1	Eduardo Novoa Castellón
FOSFOROS	7	1	Augusto Iglesias Palau
D&S	9	1	Francisco Gana Eguiguren
CENCOSUD	10	1	Cristián Eyzaguirre Johnston
CERVEZAS	9	1	Alberto Sobreño del Amo
MELON	7	1	Javier Etcheberry Celhay (tit.) Jorge Mardones Acevedo (sup.)
BCI	9	1	Andrés Bianchi Larre
COLBUN	9	1	José Pedro Undurraga Izquierdo
FRIMETAL	7	1	Juan Cristóbal Pavez Recart
COPEC	9	1	Nicolás Majluf Sapag
VAPORES	11	1	Juan Andrés Camus Camus
CGE	7	1	Juan Antonio Guzmán Molinari
CORPBANCA	11	1	Carlos Massad Abud
NAVIERA	7	0	
FORUS	7	1	Eduardo Aninat Ureta
EDELPA	7	1	Fernando Franke García
CALICHERAA	7	1	Fernando Tisné Maritano
CEM	7	1	Andrés Kern Bascuñán
ORO BLANCO	7	1	Juan Luis Rivera Palma
BESALCO	7	2	Adelio Pipino Cravero Juan Andrés Camus Camus
WATTS-A	7	1	Pablo Echeverría Benítez
Total	355	64	

Elaboración propia a partir de datos de SAFF, Bansander, Cuprum y SVS.

3.1.3. En el Procedimiento para la Selección de Candidatos a Directores

Como se indicó anteriormente, a pesar del interés que despierta en la prensa el proceso de elección de directores para las sociedades anónimas por parte de las administradoras de fondos de pensiones, la realidad es que solo un pequeño número de los directores son elegidos con los votos de las AFP. Al año 2007, las AFP aportan algo más del 8% del capital accionario de las sociedades anónimas chilenas listadas en bolsa, y eligen un porcentaje aún menor de sus directores.

Sin embargo, la influencia de un director profesional, independiente y atento al funcionamiento del gobierno societario de una empresa no debe ser menospreciada. En ese sentido, las administradoras de fondos de pensiones tienen una importante responsabilidad al momento de elegir a sus candidatos a director. Acorde con lo anterior, las AFP han hecho un esfuerzo importante en los últimos años tratando de buscar candidatos idóneos, haciéndose cargo, en cierto modo, de las críticas levantadas por algunos sectores respecto a la falta de diversidad de sus candidatos. En especial, durante los primeros años del sistema se criticó el hecho que las administradoras eligieran candidatos cercanos a ellas. Sin embargo, y como muestra el Cuadro 5.b. de la sección anterior, al año 2007 la diversidad de perfiles entre los directores nombrados por las administradoras de fondos de pensiones es bastante notable.

De hecho, en el último tiempo las administradoras de fondos previsionales han tomado pasos concretos para formalizar el proceso de selección de directores. A partir del año 2005, por ejemplo, las AFP Habitat y Provida han estado aplicando en forma explícita la política de cambiar a los directores, elegidos con sus votos, que llevan 6 o más años en el cargo. Además, estas mismas administradoras han limitado a dos el número máximo de directorios en los que una misma persona, elegida con sus votos, puede sentarse. Más recientemente, AFP Cuprum emitió el documento “Buen Gobierno Corporativo: Aumentando el Valor de los Fondos de Pensiones” donde se detalla, entre otras cosas, las bases de la política de elección y rotación de

los directores de las sociedades anónimas. En particular, el documento explicita la política de rotación, número de directorios y evaluación de la labor como director independiente.

Adicionalmente, partir del año 2007, las AFPs dieron un paso substancial en el proceso de selección profesional de los directores independientes. Siguiendo una iniciativa de AFP Habitat y AFP Provida, las administradoras en su conjunto contrataron a la empresa *head-hunter* Egon&Zender para formalizar el proceso de selección de candidatos a los directorios de las sociedades anónimas en las que las AFP pueden elegir directores. A través de la delegación de esta función, las administradoras de fondos buscan transparentar y profesionalizar el proceso de selección, ampliando el universo de candidatos presentados por las AFPs. En la práctica, la empresa *head-hunter* lidera el proceso y, aunque puede recibir sugerencias de parte de las administradoras, no tiene ninguna obligación de usar esos nombres. Así, en el último proceso de selección Egon&Zender elaboró una lista con candidatos para las distintas empresas de la que surgieron los nombres finalmente propuestos por los representantes de las AFP a las juntas de accionistas.

3.1.4. En la Determinación de la Composición del Directorio

La importancia del rol de monitoreo de los directores independientes en los directorios de las sociedades controladas por un accionista controlador ha sido claramente establecida y discutida en las secciones anteriores. Las Administradoras de Fondos de Pensiones chilenas han ejercido su derecho a voto utilizando sus derechos políticos para incorporar directores independientes en aquellas empresas en las que el tamaño del directorio y el porcentaje de votos en manos de las administradoras así lo permitían.

Sin embargo, esta misma política no ha sido aplicada en forma clara por otros inversionistas institucionales. Las razones para esto son varias. En primer lugar, en el caso de los otros administradores de fondos locales, como los administradores de fondos mutuos, de inversión o las compañías de seguro, normalmente el tamaño de su inversión no es suficientemente grande

como para que puedan elegir un director por sí solos. Además, las regulaciones a estos inversionistas no exigen su participación en los mismos términos que en el caso de los fondos de pensiones. Por otro lado, los inversionistas institucionales extranjeros que participan de las sociedades chilenas a través del mecanismo de “American Depositary Receipts” (ADR), han tenido un comportamiento muy pasivo en el ejercicio de sus derechos políticos en las empresas chilenas. Curiosamente, en muchos casos estos inversionistas se rigen por códigos que los comprometen con la promoción de buenas prácticas de gobierno corporativo en las sociedades en las que invierten, pero terminan actuando consistentemente con esta política en casos excepcionales. La práctica regular ha seguido siendo transferir el poder de voto al Presidente del Directorio de la compañía, cargo que habitualmente recae en personas cercanas al accionista controlador. En esta decisión de los fondos extranjeros, especialmente norteamericanos, incide claramente que la definición de director independiente que la normativa local utiliza, no coincide con la normativa norteamericana equivalente. En particular, de acuerdo a la legislación chilena solo se consideran directores independientes aquellos cuya elección no requiere pivotalmente de los votos de los accionistas controladores. Por el contrario, los inversionistas norteamericanos tienden a calificar como director independiente a todo director que no participe directamente en la gestión de la empresa o que no tenga intereses económicos distintos a los de un accionista en su vinculación con la empresa. Por otro lado, en general los controladores de las sociedades anónimas chilenas no cooperan en la elección de directores que cumplan el perfil deseado por las AFPs, es decir no tienden a sumar votos con las AFPs.¹⁷

Ante esta situación, desde hace dos años las Administradoras de Fondos de Pensiones comenzaron a buscar activamente asociaciones con otros accionistas minoritarios con el objetivo de coordinar el ejercicio de los derechos políticos para maximizar el número total de directores independientes que podían ser elegidos en el directorio. Habitualmente, esta práctica ha consistido en sumar los votos que a las AFPs les sobran, después de haber elegido a

¹⁷ Sin embargo, Lefort y Urzua (2007) encuentran que entre los años 2002 y 2006, los accionistas controladores de las sociedades anónimas chilenas no financieras, listadas en bolsa, eligieron con sus votos a un número significativo de directores que podrían ser considerados independientes del controlador en función de su ausencia de vínculos profesionales, familiares y económicos con el accionista controlador.

uno o dos directores, con los votos que otros inversionistas como fondos mutuos o fondos extranjeros tienen, para así poder elegir un segundo o tercer director.

ENTEL, 2006

Un claro ejemplo de aplicación exitosa de esta política se presenta en la elección del directorio de ENTEL, realizada en la Junta Ordinaria de Accionistas del 25 de abril de 2006. En esa oportunidad, las Administradoras de Fondos de Pensiones lograron influir decisivamente en la elección de tres de los nueve miembros del directorio al coordinarse con otros inversionistas minoritarios. Esta elección constituye un ejemplo interesante debido a que, como se indica en el Cuadro 6 a continuación, las AFP contaban con solo 24% de los votos para elegir al directorio de ENTEL. Esta proporción implicaba una cifra repartidora de 2 de los 9 directores a elegir.

Cuadro 6

Principales accionistas de ENTEL al 2006

Grupo	Participación
Inversiones Altel Ltda.	54,76%
Fondo Pensiones	24,24%
Grupo Luksic	3,01%
Fondos ext. de inversión directa	4,80%
Público	13,19%

Sin embargo, las AFP se coordinaron con otros accionistas minoritarios para lograr elegir un tercer director a partir de los candidatos propuestos por las administradoras. Esta decisión involucraba una pugna con otro accionista minoritario: el grupo Luksic. En efecto, el conocido grupo empresarial tenía algo más del 3% de las acciones de ENTEL pero, en el pasado, había logrado elegir a un director de su confianza en el directorio.

Así, en la Junta Ordinaria de Accionistas del 25 de abril de 2006 se procedió a la votación para la elección del Directorio de ENTEL, resultando elegidas las siguientes personas:

- 1.- Juan Hurtado Vicuña
- 2.- Bernardo Matte Larraín
- 3.- Juan José Mac- Auliffe Granello
- 4.- José Antonio Garcés Silva
- 5.- Juan Claro González
- 6.- Luis Felipe Gazitúa Achondo
- 7.- René Cortázar Sanz
- 8.- Ricardo Fischer Abeliuk
- 9.- Rodrigo Vergara Montes

En el acta se dejó expresa constancia que el grupo controlador Almendral, sociedad vinculada con el grupo Matte, procedió a elegir a los Directores que se mencionan en los números 1 a 6 precedentes. Los otros tres directores eran elegidos a partir de la lista recomendada por los inversionistas institucionales.

A continuación, en esa misma fecha, 25 de abril de 2006, se celebró la sesión de directorio en la cual se acordó:

- Constituir la mesa del directorio, designándose como Presidente a don Juan Hurtado Vicuña y como Vicepresidente a don Luis Felipe Gazitúa Achondo.
- Se designó a los miembros del Comité de Directores, integrándose por el director designado por el controlador don Luis Felipe Gazitúa Achondo y como Directores designados por los accionistas minoritarios, a don René Cortázar Sanz y don Ricardo Fischer Abeliuk.

FASA, 2007

El día 29 de enero de 2007, renunció Raymond Joseph Dunn a su cargo de Director de la Sociedad Farmacias Ahumada. Las Administradoras de Fondos de Pensiones entendieron que esta renuncia debía implicar la renovación del directorio en la Junta de Accionistas que se avecinaba. Sin embargo, la empresa informó a la Superintendencia de Valores y Seguros que la señora Ethel Codner Dujovne, directora suplente del Sr. Dunn, lo reemplazaría en forma definitiva. De esta manera no se haría necesario proceder con la reelección del directorio.

A pesar de la negativa de FASA a convocar a votación para renovar el directorio, las Administradoras de Fondos de Pensiones estimaban conveniente llamar a una nueva elección de directorio, puesto que, entre otras cosas, consideraban que tenían posibilidades de elegir un segundo director con los votos de los minoritarios. Para lograr este cometido, las AFPs hicieron que el director elegido con los votos de las administradoras y su suplente renunciaran al directorio gatillando así la elección deseada.

Efectivamente, el 11 de abril, se tomó conocimiento de la renuncia de Pablo Lamarca Claro y Alvaro Pezoa Bissieres a sus cargos de director titular y director suplente. Debido a esto, en Junta Ordinaria de accionistas del 26 de abril de 2007, se debió renovar el Directorio por un nuevo período de tres años. El Presidente de la compañía propuso a los siguientes directores. En cada caso el primer nombre corresponde al titular y el segundo al suplente: José Codner y Enrique Cibié; Eduardo Bellinghausen y PerlaDujovne; Jaime Sinay y Karen Codner, Alexander Fernández y Denisse Codner, Gabriel Berczely y Ethel Codner. Por su parte, Juan Cúneo, en representación de Falabella, propuso a las siguientes duplas titular-suplentes: Juan Cúneo Solari y Juan Pablo Montero, y a Juan Benavides Feliú y Michel Awad. Respecto a los inversionistas institucionales, Ignacio Pérez, en representación de Banchile Corredores de Bolsa propuso a Pablo Lamarca Claro y Alvaro Pezoa Bissieres para los cargos de director titular y suplente. Oscar Buzeta, en representación de Cuprum, propuso a Ernesto Labatut

Soffia y Gonzalo de la Carrera Correa. Finalmente, Euroamérica Corredores de Bolsa propuso a Mario Valdivia y Ricardo García.

Las AFP votaron por Pablo Lamarca y Alvaro Pezoa, y por Ernesto Labatut y Gonzalo de la Carrera. La nómina final del Directorio que incluyó a los dos directores elegidos por las AFP, fue la siguiente:

Titular	Suplente
Eduardo Bellinghausen	Perla Dujovne
Gabriel Berczely	Ethel Codner
José Codner	Enrique Cibié
Alexander Fernández	Denise Codner
Jaime Sinay	Karen Codner
Pablo Lamarca	Alvaro Pezoa
Ernesto Labatut	Gonzalo de la Carrera
Juan Cúneo	Juan Pablo Montero
Juan Benavides	Michel Awad

Parque Arauco, 2006

La elección del directorio de Parque Arauco en 2007 presenta otro caso interesante de involucramiento de las administradoras de fondos de pensiones en el gobierno corporativo de una empresa a través de la elección del directorio. En este caso se presenta una situación en la que un grupo de accionistas minoritarios, liderados por las AFP y representando sobre el 10 por ciento de las acciones emitidas con derecho a voto de la sociedad, solicitaron en junta extraordinaria de accionistas llevada a cabo el 2 de octubre de 2006, la ampliación del número de directores de la sociedad. La razón detrás de esta solicitud era la posibilidad de que las AFP pudieran influir en la elección de un director adicional en el directorio de Parque Arauco sin tener que aumentar su participación en la propiedad de la compañía.

La moción propuesta por lo inversionistas minoritarios fue aprobada en la Junta Extraordinaria. La elección del nuevo directorio de nueve miembros se realizó en Junta Ordinaria de Accionistas el 26 de abril de 2007. Entre las proposiciones para ocupar los cargos se destacan las siguientes: José Said, Timothy Purcell, Salvador Said, Thomas Mcdonald, Guillermo Said, Rodrigo Abumohor, Rafael Aldunate, propuesto por AFP Santa María, Patricio Claro, propuesto por Provida, Raimundo Valenzuela, propuesto por Moneda Asset, y Francisco Sáenz, propuesto por Asesorías y Mandatos SA.

Se votó a viva voz, y los elegidos, que incluyeron a tres candidatos votados por las Administradoras, fueron:

1. José Said
2. Thomas McDonald
3. Raimundo Valenzuela
4. Patricio Claro
5. Salvador Said
6. Guillermo Said
7. Timothy Purcell
8. Rafael Aldunate
9. Rodrigo Abumohor

El siguiente cuadro muestra las Votaciones de las AFP.

Cuadro 7

Votación de las AFP, Parque Arauco, 2006

AFP	Votación
Cuprum	Raimundo Valenzuela, Patricio Claro, Rafael Aldunate

Planvital	Patricio Claro
Provida	Patricio Claro
Santa María	Patricio Claro y Rafael Aldunate
Bansander	Rafael Aldunate

3.1.5. En la Determinación de la Política de Remuneraciones del Directorio

Por otro lado, la estructura de incentivos a los directores de las empresas es un tema clave en los mecanismos internos de gobierno corporativo, y su estructura óptima depende del tipo de problema de agencia que se tenga. Así, por ejemplo, cuando se da el tradicional problema de agencia vertical entre accionistas de propiedad dispersa y directores y ejecutivos de la empresa, se recomienda establecer sistemas de incentivos basados en un componente importante de remuneración variable atada al desempeño de la empresa. Esto se hace para asegurar que los incentivos de directores y ejecutivos estén alineados con los de los accionistas. Sin embargo, en empresas en las que el problema de agencia dominante se da entre los accionistas controladores y los accionistas minoritarios, como es el caso de la generalidad de las sociedades anónimas chilenas, la mayoría de los directores son accionistas relevantes para quienes no necesariamente se justifica una remuneración variable muy alta. Así, aunque como principio general puede afirmarse que para el buen funcionamiento de una empresa, el Directorio debe estar suficientemente remunerado, los accionistas minoritarios deberían esperar que las remuneraciones de los miembros del Directorio no excedan lo que sea necesario para generar un incentivo adecuado para que personas competentes se vinculen con la dirección de la empresa. Además, debería buscarse que esas remuneraciones sean congruentes con el rendimiento de cada director y de la compañía.

La remuneración del directorio de la compañía debe ser aprobada por la Junta Ordinaria de Accionistas, y es en esa instancia que las Administradoras de Fondos de Pensiones han tenido un rol planteando el ajuste de las políticas de remuneración de acuerdo a lo que han considerado son mejores prácticas de gobierno corporativo. En general, las AFP han abogado

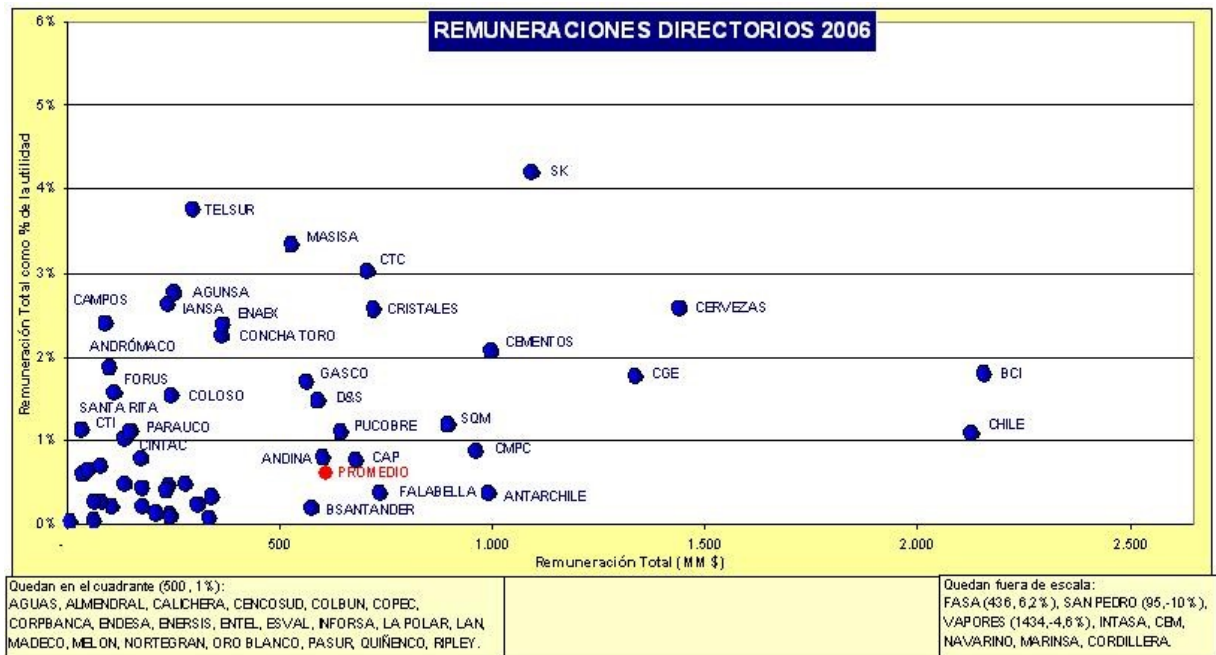
por una mayor moderación en la remuneración fija, y especialmente por disminuciones en el componente variable en aquellos casos que se constituyen como excepciones a la práctica más común en Chile.

La legislación chilena prohíbe que los ejecutivos de las empresas sean, a su vez, miembros del directorio. Esta separación de roles implica que, aunque puede ser recomendable que parte de la remuneración de los directores se fije en función de los resultados de la empresa, los miembros del directorio no tienen una participación individual en la gestión operacional de la compañía por lo que no deberían percibir incentivos desmesurados vinculados a las utilidades de corto plazo de la empresa. Por lo tanto, sería aconsejable que la remuneración de los directores se encuentre vinculada principalmente a su dedicación y grado de responsabilidad.

El Gráfico 1, a continuación, presenta la distribución de la remuneración total de los directores de las sociedades anónimas abiertas chilenas en las que las AFP han adquirido paquetes accionarios. En el eje horizontal se muestra la remuneración total pagada al directorio. La dispersión es enorme fluctuando de unos pocos millones de pesos hasta más de 2.000 millones en el caso del BCI y del Banco de Chile. Por otro lado, el eje vertical muestra el porcentaje de las utilidades que esta remuneración representa. El gráfico indica que la remuneración promedio alcanza aproximadamente el 0.7% de las utilidades del ejercicio. Sin embargo, la dispersión de esta cifra es muy alta y, en algunos casos, la remuneración del directorio supera el 4% de las utilidades.

Gráfico 1

Distribución de Remuneraciones de los Directorios



Fuente: AFP Cuprum.

Respecto a este punto las Administradoras de Fondos de Pensiones han ejercido activamente su rol de accionistas minoritarios, buscando disminuir la participación de los directores en las utilidades de la compañía. La Ley de Sociedades Anónimas establece que la junta ordinaria de accionistas es la instancia en la que se aprueban las remuneraciones del directorio. Sin embargo, en la mayoría de las empresas chilenas el accionista controlador mantiene el control sobre un número suficiente de votos como para determinar unilateralmente la remuneración del directorio. Ante esta situación, las Administradoras de Fondos de Pensiones han actuado, en la práctica, comunicando directamente al controlador su posición respecto a la composición y monto de las remuneraciones del directorio, y haciéndole saber que notificarán a los otros accionistas, durante la junta ordinaria, su posición al respecto. Este comportamiento activo de las AFP ha ocasionado en varios casos la revisión voluntaria, hacia abajo, de las remuneraciones de los miembros del directorio. Además, cuando la solicitud de las AFP no es acogida, éstas manifiestan su posición en la junta solicitando se incluya en el acta.

Son muchos los casos en que se ha dado esta situación. En esta sección se resumen algunos ejemplos de esta práctica y se describen los principales resultados obtenidos.

Cristalerías de Chile, 2005.

La política de remuneraciones del directorio de Cristalerías de Chile era pagar, como concepto de participación, un 4% de las utilidades del ejercicio a los miembros del directorio. Este porcentaje se encontraba claramente entre los más altos de las sociedades anónimas abiertas en las que las AFP han invertido los fondos que administran. A raíz de lo anterior, las Administradoras de Fondos de Pensiones se pusieron en contacto con el controlador de Cristalerías de Chile para indicarle la conveniencia de reducir la participación del directorio en las utilidades de la empresa. Las conversaciones tuvieron un cierto grado de acogida por parte de los principales accionistas de la empresa.

Así, en la Junta General Ordinaria de Accionistas del 18 de abril del 2005, el Directorio de Cristalerías de Chile propuso a la Junta rebajar la participación que recibía el Directorio de la Compañía, del 4% al 3% de la utilidad del ejercicio. Con el camino allanado por las conversaciones previas, la Junta de Accionistas aprobó la proposición, declarando formalmente: “De esta forma, el Directorio recibirá como participación de las utilidades una suma igual al 3% de la utilidad final del ejercicio, que se distribuirá entre sus miembros a prorrata de su permanencia en el cargo de director durante el año, siendo la participación del Señor Presidente igual al doble de la que recibe un Director con igual permanencia en el cargo”.

Como era de esperar, la mayoría de los representantes de las AFP votaron favorablemente la moción que fue aprobada con el apoyo de los otros accionistas. En la oportunidad, sin embargo, Juan Pablo Casanegra, representante de AFP Habitat, voto en contra de la moción, indicando que la proposición de su representada era que cada director recibiera una

participación máxima de M\$50.000, correspondiéndole al Presidente el doble de este valor y al Vicepresidente 1,5 veces el valor mencionado.

Banco de Crédito e Inversiones, 2005.

Una situación similar a la anterior ocurrió el año 2007 en el caso del Banco de Crédito e Inversiones. El 24 de abril de 2007 se celebró la Junta Ordinaria de Accionistas. Llegado el capítulo de la determinación de las remuneraciones del Directorio, el Presidente de la compañía, Jorge Yarur, propuso aprobar una disminución a la remuneración variable del directorio basada en el mismo sistema de remuneración que fuera aprobado el año 2006. La disminución propuesta consistía en reducir del 1% al 0,5% la remuneración variable de los directores. El cálculo de este porcentaje se haría basado en el promedio de las utilidades líquidas de los ejercicios 2005, 2006 y 2007.

Con esto, “los Directores percibirán desde abril del año 2007 y hasta la próxima Junta Ordinaria de Accionistas que deba fijar estos emolumentos, las siguientes remuneraciones:

- Remuneración mensual fija: 150 unidades tributarias mensuales para cada uno de los integrantes del Directorio, con excepción del Presidente, a quien le corresponderá una remuneración fija de 650 unidades tributarias mensuales, conforme a las funciones que desempeña a diario en razón de su cargo y en cumplimiento del mandato especial que le ha conferido el Directorio.
- Remuneración por cada asistencia a sesión de Directorio, Comité Ejecutivo del Directorio o Comité de Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social Empresarial: 5 unidades tributarias mensuales.
- Remuneración variable: 0,5% de la utilidad líquida considerando para estos efectos el promedio de las utilidades correspondientes a los ejercicios 2005, 2006 y 2007. La participación en las utilidades, así determinada, será dividida por 10, asignando dos décimos al Presidente del Directorio en su calidad de Presidente de la Institución, en

cumplimiento del mandato que le confiere el Directorio, y un décimo a los demás Directores.”

Tras la presentación del presidente del BCI, el representante de AFP Cuprum, Gustavo Price Elton, solicitó dejar constancia en acta de una declaración en la que se refiere al Documento sobre Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, preparado por Cuprum y enviado a los presidentes de las empresas y a los directores independientes elegidos con los votos de la AFP. A partir del año 2006, los representantes de AFP Cuprum en las juntas de accionistas han leído esta declaración dejando constancia del compromiso de la Administradora de Fondos con el mejoramiento de las prácticas de gobierno corporativo.

El objetivo del documento sobre Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo de Cuprum es incentivar a las sociedades anónimas en las que invierten a implementar o revisar un Manual de Gobierno Corporativo de acuerdo a las recomendaciones preparadas por la AFP. En particular, respecto a la política de remuneración de directores, se plantea que “la remuneración del Directorio de toda compañía debe estar alineada con la situación económico-financiera de la misma y con la maximización del valor de ésta en el largo plazo. Es por esto que consideramos que la remuneración total del Directorio debe cumplir con un criterio básico: debe estar en línea con la remuneración de mercado. Además, la remuneración total del Directorio debe ser acorde al tamaño de la Compañía.”

Tras la lectura de la declaración, AFP Cuprum propuso al Directorio la siguiente estructura de remuneración:

- Una remuneración fija mensual de 50 U.F. para cada Director, recibiendo el Presidente dos veces esa cantidad.
- Una remuneración variable de 0,5% de las utilidades, libres de efectos extraordinarios, a ser distribuida según la política de remuneraciones actual (i.e. 2 décimas partes para el Presidente y 1 décima parte para el resto de los miembros del Directorio). Para

efectos de la utilidad a considerar, se considera preferible utilizar el promedio móvil de los últimos 3 años en vez de la utilidad del último año.

Establecido que algunas Administradoras de Fondos de Pensiones hubieran preferido algunos otros cambios a la política de remuneraciones del directorio, la representante de AFP Habitat, Carolina Ossa, valoró la disminución y aprobó la propuesta en representación del Fondo.

Finalmente, el Presidente del BCI destacó el rol que han cumplido los Directores electos el año 2004, en la generación de la alta rentabilidad experimentada por el precio de las acciones del banco en el mercado, y el aumento constante de las utilidades de la empresa. Esto a sido acompañado de una reducción permanente en las remuneraciones de los Directores desde antes que las Administradoras de Fondos de Pensiones levantaran este punto y como una manera de ser consecuentes con las políticas de gobierno corporativo que guían a la Compañía. La Junta aprobó la propuesta sobre cuantía y modalidad de pago de las remuneraciones de los Directores.

En resumen, este caso muestra una experiencia en la que las AFP y la empresa de la que han adquirido acciones, en este caso el BCI, muestran su valoración por el mejoramiento de las prácticas de gobierno corporativo, y acuerdan acciones concretas conducentes a lograr ese objetivo.

La Polar, 2006

La Polar es una de las pocas empresas chilenas cuya estructura de propiedad y de gobierno corporativo no se genera en torno a un accionista controlador directamente beneficiario de una fracción mayoritaria del capital de la compañía. La razón es que el accionista controlador de La Polar es el fondo de inversión internacional Southern Cross Group. Por lo tanto, quienes ejercen el control de la compañía lo hacen en representación de terceros, los aportantes al fondo. Esto significa que los controladores son, a su vez, agentes de los inversionistas del

fondo. En esta situación, una práctica de gobierno corporativo aconsejable es introducir incentivos a los directores de la compañía para alinear sus incentivos con los de los beneficiarios últimos de las acciones de la compañía.

Consistentemente con lo anterior, en 2006 las Administradoras de Fondos de Pensiones encabezadas por AFP Cuprum, plantearon cambiar la estructura de remuneración del directorio incorporando un componente variable a esta. La propuesta debería ser presentada en Junta Ordinaria de Accionistas del 28 de abril de 2006.

En preparación de la Junta Ordinaria, el representante de AFP Cuprum, Álvaro Castellón, propuso lo siguiente:

“La propuesta de AFP Cuprum considera una componente fija y otra variable. La componente fija está compuesta por un pago por director de 80 UF por sesión asistida, con un máximo de 12 sesiones, siendo 1,5 veces este pago para el vicepresidente y 2 veces para el presidente.

La componente variable está compuesta por una participación sobre las utilidades. Específicamente, la propuesta considera repartir, según la misma estructura de la componente fija, 1,25 por ciento del exceso de utilidades por sobre un 12% de retorno anual sobre patrimonio. Además, 0,5% del exceso de utilidades por sobre el 12% de retorno anual sobre patrimonio será pagado a los directores o el director que tenga un grado de involucramiento mayor en la gestión de la empresa, según sea determinado por el directorio. El exceso por sobre el retorno al patrimonio será calculado excluyendo utilidades extraordinarias, las cuales serán identificadas por los auditores externos.

Un 40% de la remuneración variable se pagará en efectivo y el 60% restante será pagadero en acciones de la compañía considerando la valorización promedio de las acciones durante el mes

posterior a la publicación anual de los resultados. Estas acciones tendrán un período de restricción a la venta de 24 meses, siempre que se mantenga la presencia bursátil.

Además, para el Comité de Directores se considera un pago de 30 UF por sesión asistida con tope de 4 sesiones al año. Finalmente, la propuesta considera un tope de 25 mil 500 UF anuales para el pago total a todo el directorio”.

La propuesta de AFP Cuprum tenía varios elementos novedosos. En primer lugar consideraba la participación de los directores en las utilidades de la empresa solo cuando éstas hubieran sido suficientemente altas para entregar una rentabilidad acorde con el costo de capital de los accionistas. En segundo lugar, la propuesta consideraba un incentivo adicional para los directores que mostraran un claro compromiso con la marcha de la empresa. El propio directorio debería decidir a quienes correspondería dicho incentivo, lo que requeriría de la implementación de un sistema de auto-evaluación del directorio. Finalmente, la propuesta introducía el pago de parte de la remuneración variable en acciones que, además, no podían ser vendidas por un plazo de dos años.

La novedosa propuesta de AFP Cuprum suscitó variadas reacciones de los principales accionistas. Por un lado, se plantearon algunas consideraciones respecto a la aplicación práctica de la política. Al respecto, el Secretario de la Junta, Cristián Barros Tocornal, indicó que un pago en acciones de la compañía supone que ésta posea acciones de su propia emisión, lo que tendría que ser acordado en junta Extraordinaria de Accionistas. Además, el término “utilidades extraordinarias” no es un concepto bien acotado, lo que podría generar confusión al momento de su determinación. Por otro lado, Raúl Sotomayor sostuvo que la prohibición de vender las acciones entregadas debería quedar sin efecto si los directores cesaban en sus cargos. Finalmente, Andrés Muñoz Villagra se opuso a la propuesta y propuso mantener el mismo esquema de remuneración acordado para 2005.

A la luz de estas consideraciones, se propuso definir dos alternativas de remuneración que serían sometidas a la Junta para la aprobación de una de ellas. La primera alternativa era básicamente la propuesta por AFP Cuprum, la que se transcribe a continuación:

Alternativa 1:

La remuneración de los directores tendrá un componente fijo y otro variable:

- Remuneración Fija: los directores recibirán una remuneración bruta por cada sesión a la que asistan de 160 UF el presidente, 120 UF el vicepresidente y 80 UF cada uno de los restantes directores, con un tope máximo de 12 sesiones anuales.
- Remuneración Variable: el Directorio recibirá una participación del 1,25% del exceso de utilidades por sobre un 12% de retorno anual sobre el patrimonio de la sociedad al 31 de diciembre de 2006. Para los efectos de determinar el retorno anual sobre el patrimonio, se dividirá la utilidad neta del ejercicio, calculada en base a la información contenida en la última FECU del año, por el patrimonio de la sociedad calculado como el promedio ponderado del patrimonio indicado en las cuatro FECU del año 2006, actualizado con el IPC al 31 de diciembre de 2006. El monto correspondiente al 1,25% mencionado, se dividirá en 8,5 cuotas iguales, correspondiendo 2 cuotas al presidente, 1,5 cuotas al vicepresidente y 1 cuota para cada uno de los restantes directores.

Además de lo anterior, un 0,5 del exceso de utilidades por sobre el 12% de retorno anual sobre el patrimonio de la sociedad, determinado según se indicó, corresponderá en partes iguales para los directores o el director que dentro de sus funciones tenga un mayor grado de involucramiento en la gestión de la empresa, según lo determine el Directorio.

El exceso por sobre el retorno al patrimonio será calculado excluyendo utilidades extraordinarias, entendiéndose por tales aquellas obtenidas fuera del giro de la sociedad, lo que deberá ser determinado por los auditores externos de la sociedad.

Un 40% de la remuneración variable se pagará en dinero y el 60% restante será pagadero en acciones de la sociedad, de acuerdo a cualesquiera de la siguientes modalidades: (i) acciones que la sociedad haya adquirido de acuerdo a lo dispuesto en

el artículo 27 y siguientes de la Ley de Sociedades Anónimas, que se transferirían a los directores en un precio equivalente al valor promedio ponderado de la transacción bursátil de las acciones durante el mes posterior a la publicación anual de los resultados; o (ii) alternativamente los directores recibirán el 60% de remuneración variable indicada en dinero, sujeto a la obligación de destinar la totalidad de dichos recursos a la compra de acciones de la sociedad en una bolsa autorizada, al precio que resulte de la oferta y demanda en la fecha en que adquieran las acciones. En ambos casos la adquisición de las acciones deberá efectuarse por todos los directores en una misma fecha, dentro de los primeros 10 días del mes siguiente a la fecha de publicación anual de los resultados de la sociedad para el ejercicio anterior. En caso de que este mecanismo de pago en acciones no pueda llevarse a cabo por algún motivo ajeno a la voluntad de la compañía y de los directores, o bien sea objetado por alguna autoridad competente, el pago de la totalidad de la remuneración variable indicada en esta letra se efectuará en dinero a los señores directores.

En cuanto a la remuneración del Comité de Directores: cada uno de los integrantes percibirá una remuneración de 30 UF por concepto de asistencia a sesión, con tope máximo de 4 sesiones anuales.

Límite: los pagos efectuados al Directorio por concepto de remuneraciones, incluyendo la remuneración del Comité de Directores, no podrá exceder de la cantidad anual de 25.500 UF.

Alternativa 2:

Mantener en iguales términos el esquema de remuneración para el Directorio y Comité de Directores del ejercicio 2005.

Finalmente, la Junta aprobó la alternativa uno con el voto del 80,919% del total de acciones asistentes con derecho a voto. Votaron a viva voz a favor del acuerdo anterior los representantes de las AFP Bansander S.A., Habitat S.A., Planvital S.A., Provida S.A., Santa María S.A. y Cuprum S.A.

Cervecerías Unidas, 2007

A diferencia del caso de La Polar, el caso de Cervecerías Unidas ilustra a la perfección el proceso de negociación que se produce entre los inversionistas institucionales y los accionistas controladores de las compañías que presentan alta concentración de la propiedad en las manos de un grupo económico.

Como es la costumbre de las Administradoras de Fondos de Pensiones, éstas contactaron al Presidente de la compañía, con anterioridad a la Junta General de Accionistas del 18 de abril de 2007, con respecto a la política de remuneraciones del Directorio.

Llegada la fecha de la Junta de Accionistas, el Presidente de la empresa propuso a los accionistas presentes una política de remuneraciones cuya principal novedad era la incorporación de un límite máximo a la remuneración variable del directorio. La propuesta incluía los siguientes elementos:

- Una remuneración fija de 100 UF para cada director y 200 UF para el presidente del Directorio, por cada sesión a que asistan e independiente del número de sesiones que se celebren. Para cada director que integre el Comité de Negocios, se propone una dieta de 17 UF por cada reunión de dicho Comité a que efectivamente asista.
- Una remuneración variable equivalente al 5% de los dividendos que se repartan con cargo a las utilidades de la compañía, para el Directorio en su conjunto, calculado sobre un monto máximo equivalente al 50% de las utilidades líquidas distribuibles, aunque el monto de los dividendos que se distribuyan sea superior al 50% de las utilidades líquidas distribuibles. La distribución se haría a razón de una novena parte para cada director y en proporción al tiempo que cada uno hubiere servido al cargo durante el año 2007, que se pagará en la misma oportunidad en que se pusiere a disposición de los accionistas el o los dividendos según sea el caso.

Como es habitual en estas situaciones, Pedro Escobari, en representación de AFP Cuprum S.A., leyó la declaración en la cual la AFP propone una estructura de remuneración diferente. El siguiente es un extracto de la declaración:

“AFP Cuprum, en su constante rol de velar por los intereses de los Fondos de Pensiones que administra, ha preparado un documento sobre buenas políticas de Gobierno Corporativo, el cual ha sido enviado a los presidentes de las empresas y a los directores independientes elegidos con los votos de AFP Cuprum. El objetivo de este documento es incentivar a los Directores de todas las sociedades anónimas abiertas, y en particular a sus presidentes, a implementar un Manual de Gobierno Corporativo en las compañías que dirigen, o revisarlo en el caso que ya hayan elaborado uno, y ponerlo en práctica.

En este documento preparado por AFP Cuprum se encuentran recopilados los puntos más relevantes que a nuestro juicio debiese recoger cualquier Manual de Gobierno Corporativo. Para cada uno de estos puntos se presentan los principios esenciales que deben guiar la elaboración de un manual de esta índole, así como los lineamientos recomendados por AFP Cuprum. Dichos lineamientos son fruto de un prolongado estudio y análisis realizados por AFP Cuprum sobre una amplia recopilación bibliográfica de las mejores prácticas de Gobierno Corporativo a nivel mundial, con la correspondiente adaptación a la realidad corporativa chilena.

Uno de los tópicos que aborda el documento guarda relación con la política de remuneraciones del Directorio de la empresa. Al respecto, AFP Cuprum cree que la remuneración del Directorio de toda compañía debe estar alienada con la situación económico-financiera de la misma y con la maximización del valor de ésta en el largo plazo. Consideramos que la remuneración del Directorio debe cumplir con un objetivo básico: debe estar en línea con la remuneración del Mercado. Además, la remuneración total del Directorio debe ser acorde al tamaño de la compañía.

Estos criterios no se cumplen en el caso de CCU S.A. La estructura actual de remuneraciones del Directorio (de CCU S.A.) deviene en una remuneración total, proyectada según la política aprobada el año 2006, de 1.620 millones de pesos, que equivale a un 2,91% de las utilidades, asumiendo una política de dividendos de 65%, caso en el que operaría el techo de la remuneración variable (50%). Esta remuneración es bastante superior al promedio, ponderado

por capitalización de mercado, del mercado local de 558 millones de pesos, que representa un 0,61% de las utilidades. Por consiguiente, AFP Cuprum propone la siguiente estructura de remuneración, acorde con nuestra política. Primero, una remuneración fija mensual de 50 UF para cada director, recibiendo el presidente 100 UF. Segundo, una remuneración variable de 0,75% de las utilidades, no de los dividendos, para todo el Directorio a ser distribuida entre sus miembros de la misma forma que la remuneración fija. Para efectos de la utilidad a considerar, se considera preferible utilizar el promedio móvil de los últimos tres años en vez de la utilidad del último año. Tercero, una remuneración adicional de 50 UF por sesión para cada miembro del Comité de Directores, con un tope de seis sesiones remuneradas al año. Cuarto, mantener la remuneración de 17 UF por sesión a los miembros del Comité de Negocios. Sin embargo se recomienda definir claramente las labores de este Comité, así como su composición y la frecuencia con que se reúne. En total, esta propuesta equivale a aproximadamente el 1% de las utilidades”.

Por su parte, el representante de AFP Habitat, Carlos Steeter, expresó que la administradora había enviado una carta al Presidente de CCU, en la que se mencionaban sus criterios respecto al tratamiento de este tema en la Junta de Accionistas. Debido a que la propuesta del Presidente excedía los referentes de mercado, considerados clave en cuanto a remuneraciones por AFP Habitat, rechazaba la propuesta del Presidente a este respecto.

Sin embargo, es interesante constatar la opinión de otros accionistas. Rosita Covarrubias, en representación del accionista Inversiones y Rentas S.A., propuso la aprobación de la propuesta de remuneración, al considerarla adecuada una vez atendidos la complejidad de la compañía y sus buenos resultados.

Frente a la disparidad de opiniones, el Presidente sometió a la Asamblea votar en base a las dos propuestas, pero la unanimidad de los accionistas (incluidos los representantes de las AFP Habitat, Cuprum, Provida, Bansander y Santa María) decidió no proceder a la votación. La razón de esta decisión era la futilidad de la votación considerando la concentración de votos en manos del accionista controlador. En consecuencia, la propuesta del Presidente fue aprobada

por la mayoría de los presentes, incluyendo el voto de las Administradoras de Fondos Provida, Santa María y Bansander, pero con el voto en contra de Cuprum y Habitat.

Cementos, 2006

Cementos es otra empresa cuya política de remuneraciones al directorio se encuentra en el extremo superior de la distribución. La política habitual de la empresa era pagar, por concepto de remuneración variable al directorio, el 5% de las utilidades del ejercicio. Las Administradoras de Fondos de Pensiones habían planteado a la compañía, en diversas ocasiones, la conveniencia de modificar la política de remuneraciones disminuyendo el componente variable a un porcentaje de las utilidades más acorde con las prácticas recomendables para una compañía con ese nivel de capitalización de mercado.

A esta situación se sumó, en el año 2006, una utilidad extraordinaria realizada por la compañía de 23.556 millones de pesos correspondientes al efecto neto entre la venta de los activos físicos pertenecientes al área forestal (concretada en junio de 2006) y el cierre de las operaciones de Porcelanas Florencia SA.

Este escenario ponía de manifiesto que la política de remuneraciones de Cementos se encontraba reñida con las buenas prácticas de gobierno corporativo. Esto se debe a que no tiene sentido económico, en términos de alinear los incentivos de los directores con los de los accionistas, pagar a un directorio de siete personas el 5% de una utilidad que se debió a una situación puntual coyuntural y no a una decisión estratégica del directorio que hubiera creado valor a la compañía.

Efectivamente, en la Memoria del año 2006, se planteaba que la utilidad neta de la empresa ese año había sido de 48.015 millones de pesos, siendo esa cifra superior en 81,9% a la obtenida en el período anterior, y representando una rentabilidad sobre patrimonio del 26,1%.

Para ilustrar lo inconveniente de la política de remuneraciones en ese contexto, basta considerar que en la Junta de Accionistas de abril de 2007, se anunció que la utilidad del ejercicio 2006 fue de 48.015 millones de pesos, ante lo cual y por unanimidad, la Junta acordó acoger la proposición del Directorio, que destinaba dicha utilidad a lo siguiente:

- La suma de 18.099 millones de pesos a cubrir los dividendos 89 y 90, repartidos en septiembre y noviembre de 2006,
- La suma de 29.916 millones de pesos, correspondiente al saldo de la utilidad del ejercicio, a incrementar el fondo “Reserva para futuros dividendos”.

Es decir, la junta reconocía implícitamente a gran parte de la utilidad del ejercicio como una utilidad extraordinaria no atribuible a la normal operación de la compañía, y decidía guardarla para estabilizar los flujos de dividendos en el tiempo.

En la misma Junta debía determinarse la política de remuneraciones del directorio. Respecto a este punto, AFP Cuprum presentó una propuesta para bajar las remuneraciones del Directorio, la que no fue aceptada. En la misma línea, AFP Santa María propuso reducir la participación del Directorio en las utilidades a un 2,5% con tope de 35 mil UF. Esta propuesta tampoco fue aceptada.

Finalmente y, ante las consideraciones de las Administradoras de Fondos de Pensiones, la junta de accionistas aprobó definir la participación en las utilidades “en un 4% para el Directorio en su conjunto, a distribuir entre sus integrantes de acuerdo a la proporción que ha sido tradicional, esto es 3 partes para el Presidente y dos partes para cada uno de los otros seis directores.” Además, las cifras establecidas para 2006 como “Participación de los Directores”, que se reproducen en el Cuadro 8 a continuación, permiten establecer que la utilidad extraordinaria producto de la venta de activos no fue considerada para el cálculo de la remuneración variable de los directores en el año 2006.

Cuadro 8

Participación de los Directores de Cementos en la Utilidades del Ejercicio

Directores	Participación
	2006 (M\$)
Alfonso Rozas Ossa	207.703
Hernán Briones Goich	146.060
Felipe Briones Goich	146.060
Pablo Briones Goich	35.734
Hans W. Stein von Unger	146.060
Jaime Bauzá Bauzá	146.060
Albert Cussen Mackenna	127.839

3.1.6. En la Designación de los auditores externos

La función de auditoría externa constituye un mecanismo fundamental del gobierno corporativo de una empresa, y una práctica esencial para facilitar el acceso a financiamiento de terceros a la empresa. En la práctica, la calidad de la auditoría externa de cualquier empresa es la primera señal clara de disciplina contable y transparencia informativa.

Evidentemente, la adecuada realización de la función de auditoría externa requiere que el auditor externo mantenga una clara independencia de la sociedad y de sus controladores. Asimismo, para que esta función cumpla su cometido en términos de proveer al mercado de información realmente confiable, es importante contratar firmas auditoras de reconocido prestigio, evitando contratar para el ejercicio de este cargo personas que presenten conflictos de interés o algún otro tipo de incompatibilidad.

La independencia del auditor externo respecto a la empresa es fundamental para garantizar al mercado que el proceso de auditoría no sea influido en ninguna forma por alguna parte interesada en la compañía. Por esto, el mantenimiento de la independencia del auditor externo y las medidas a tomar para garantizarla está siendo objeto de un intenso debate, y entre los aspectos más destacables se consideran los relativos a la duración del contrato que vincula al auditor con la compañía y a la prestación de otros servicios de asesoría a la misma empresa por parte del auditor.

En este sentido, se entiende que la independencia del auditor externo exige que se establezcan límites al periodo de su nombramiento, con el fin de evitar un exceso de vinculación entre los equipos de trabajo de las firmas auditoras y la compañía que está siendo auditada. Sin embargo, el exceso de rotación de los auditores también puede ser una desventaja puesto que esa práctica impediría disponer de auditores con suficiente conocimiento sobre las actividades de la empresa. Asimismo, se recomienda, en el caso de grupos de empresas que consolidan sus estados financieros, que el auditor externo sea el mismo para todas las empresas del grupo.

En términos generales, la recomendación básica para una buena práctica de gobierno corporativo es que la firma de auditoría externa debería ser contratados a un plazo fijo, pudiéndose siempre renovar su contrato, previa evaluación del desempeño e independencia profesional demostrados durante el ejercicio de sus funciones. Adicionalmente, se plantea como un estándar mínimo de gobierno corporativo, la necesidad de rotar al socio responsable y a los equipos de trabajo a partir del quinto año.

Otra dimensión importante que puede afectar la independencia del auditor externo se relaciona con la remuneración percibida por éste desde la empresa. Aquí los aspectos clave son la magnitud de esta remuneración en relación a la facturación total del auditor, así como otros pagos significativos recibidos por el auditor por servicios de asesoría prestados a la misma empresa. Respecto al primer aspecto, el Directorio debe informar, con periodicidad anual, a la Junta de Accionistas la política general de contratación y renovación de los auditores externos, la remuneración pactada y el porcentaje que ésta supone respecto a la facturación total del

auditor externo. Respecto al segundo punto, la recomendación general es evitar contratar con la misma firma que realizar la auditoría externa servicios de asesoría fiscal, auditoría de sistemas y procesos, asesoría legal, entre otros. Esta recomendación se extiende, por lado y lado, a las sociedades y personas vinculadas con la empresa y a las sociedades y personas vinculadas con el auditor.

En los últimos años, las Administradoras de Fondos de Pensiones chilenas han incorporado la importancia de la independencia del auditor externo en sus intervenciones como accionista de las sociedades anónimas en busca del mejoramiento del gobierno corporativo de éstas. La aplicación de esta política en Chile se remonta al año 2001, fecha en que se gatilla el connotado caso ENRON. En ese año, Cristián Rodríguez, Gerente de Inversiones de AFP Habitat, en un seminario realizado en la Cámara de Comercio de Santiago planteó que a la luz de los recientes sucesos era clara la necesidad de rotar periódicamente a los auditores externos de las sociedades anónimas.

De hecho, varias de las AFPs, entre las que se encuentra Habitat, Cuprum y Provida, han formalizado su política respecto a la rotación de los auditores indicando que las empresas deben rotar la empresa auditora o el socio a cargo cada 5 años. Formalmente, las AFP han llevado esa política a la Junta de accionistas de todas las empresas en las que tienen acciones, logrando en varios casos que las sociedades anónimas hayan implementado dicha política.

Soquimich, 2007

En la Junta Ordinaria de Accionistas de la Sociedad Química y Minera de Chile, SQM, realizada el 24 de abril de 2007, el Comité de Auditoría y el directorio de la empresa manifestaron que, considerando la política de periodicidad en funciones de los auditores externos de la empresa, recomendaban la renovación de la compañía auditora Ernst&Young como auditores externos de SQM para el ejercicio comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2007.

Ante esta proposición, los representantes de las Administradoras de Fondos de Pensiones expresaron que, atendido el tiempo que esa empresa se ha desempeñado como auditor externo de la sociedad, es conveniente que la administración implemente un cambio de auditor. En respuesta a la solicitud de los inversionistas institucionales, el Gerente General de SQM, Patricio Contesse, expresó que la recomendación del directorio de designar nuevamente a E&Y como auditor externo de la compañía, se funda en que en la actualidad se está implementando un proyecto de auditoría desarrollado con esta misma firma, lo que hace aconsejable finalizar su implementación con ella. Por otro lado, plantea que E&Y ha cambiado al socio principal que hasta entonces se había encargado de las auditorías de SQM, por lo que este año se estaría trabajando con un nuevo equipo de personas.

Ante esto, los accionistas aprobaron la designación de Ernst&Young como auditor externo de SQM.

Corpbanca, 2006

Consistentemente con su política de rotar los auditores externos cada 5 años, las AFP Habitat y Provida votaron en contra de la empresa recomendada por el directorio por no cumplir esta práctica de buen gobierno corporativo. La Junta decidió aprobar la nominación de la auditor propuesto por el directorio pero cambiando el socio a cargo de dicha función.

CAP, 2006

AFP Habitat rechazó facultar al Directorio para que designara a la firma Deloitte como auditor externo de la sociedad, basado en la política interna de la Administradora de proponer el cambio de firma auditora luego de 5 años de ejercicio. La Junta decidió aprobar la nominación de Deloitte como auditor de la sociedad.

Compañía Tecno-Industrial, 2006

AFP Habitat se opuso a la designación del auditor externo propuesto por la administración, dado que éste llevaba más de 5 años ejerciendo esa función, período máximo propuesto por la citada Administradora como política. La moción fue rechazada.

3.2 Ejerciendo sus derechos como tenedores de Bonos

Al año 2006, las sociedades anónimas chilenas habían emitido bonos por 15 mil millones de dólares. De acuerdo al Cuadro 2 presentado anteriormente en este documento, las AFP han comprado el 45% de estas emisiones. Aunque habitualmente los análisis de gobierno corporativo concentran su atención en la junta de accionistas y en el directorio, hay diversos aspectos relacionados con el proceso de emisión de deuda y el respeto a los derechos de los acreedores que son cruciales en el contexto de un buen gobierno societario. De hecho, la regulación vigente en Chile establece que las Administradoras de Fondos de Pensiones tienen la obligación de participar, a través de sus representantes, en las Juntas de Tenedores de Bonos de las empresas en las que han adquirido estos instrumentos.

Normalmente los derechos de los acreedores se ponen en peligro cuando las condiciones financieras de la empresa empeoran y aumenta la probabilidad de quiebra. Cuando esto ocurre, los *rating* de crédito de las empresas empeoran y las tasas internas de retorno exigidas a los bonos aumentan. El aumento en las tasas implica una disminución en el valor de la deuda y, por consiguiente, una pérdida para los tenedores de bonos. Equivalentemente, los derechos de los acreedores se ponen en entredicho cuando las empresas aumentan considerablemente el riesgo operacional de sus activos. Por lo tanto, la acción de las Administradoras de Fondos de Pensiones defendiendo los intereses de sus afiliados mediante el ejercicio de sus derechos como tenedores de bonos es clave para la protección de los acreedores de la empresa. Además, en forma similar al caso de las acciones, en la medida que las AFP ejercen un rol activo

protegiendo los derechos de los acreedores, éstos percibirán un menor riesgo de sus inversiones y estarán dispuestos a prestar a las empresas a tasas más bajas.

3.2.1 En operaciones societarias que podrían perjudicar a los tenedores de bonos

El Bono Convertible de Gener, 2004

GENER S.A., nueva razón social de Chilgener, tiene una importante participación en el negocio de la generación térmica de electricidad en Chile, Argentina, Colombia y República Dominicana. Además, GENER ha desarrollado otras actividades relacionadas como la generación de vapor; la extracción y comercialización de carbón, la exploración, extracción y el transporte de gas natural, la exploración y explotación de petróleo, la preparación y comercialización de bio-combustible densificado, y la prestación de servicios de ingeniería, fundamentalmente en el ámbito eléctrico y sanitario.

Al año 1998, la composición accionarial de GENER mostraba uno de los pocos casos de sociedades anónimas chilenas con propiedad desconcentrada. Por un lado, las Administradoras de Fondos de Pensiones controlaban un 34,7% de las acciones de la compañía. Por otro lado, inversionistas internacionales habían adquirido un 16,7% de las acciones a través del mecanismo de ADR. Finalmente, el grupo Angelini controlaba el 19,9% del capital accionario. De esta forma, el “float”, o capital en manos de pequeños inversionistas, de GENER era de alrededor de un 25%. La compañía no tenía un claro controlador y era administrada por un grupo de ejecutivos encabezados por Bruno Phillipi.

Con el fin de financiar en parte sus adquisiciones en la región, el año 1998, GENER emitió un bono convertible en acciones por 500 millones de dólares. La empresa buscaba colocar un 80% del bono, 400 millones de dólares, entre inversionistas nacionales, y el resto en el mercado norteamericano. La opción de convertibilidad permitiría a los tenedores del bono convertir sus bonos en acciones ordinarias si, llegado el momento, ellos estimaran que esa

alternativa era preferible. De acuerdo a lo planeado, GENER colocó la mayoría de los 400 millones de dólares entre las AFP chilenas.

Desde el punto de vista de las AFP, ésta era una interesante inversión por varias razones. Por un lado, GENER había estado consolidando una interesante posición en el mercado latinoamericano de generación eléctrica, acumulando activos cuyo valor estimado por las AFP sobradamente compensaba la carga financiera que la empresa estaba asumiendo. Por lo tanto, las AFP entendían que su inversión en la nueva emisión de bonos de la empresa se encontraba bien respaldada. Por otro lado, las AFP ya contaban con el 34,7% de los 1.300 millones de dólares de capital bursátil a esa fecha. Así, si éstas entendieran que la empresa estaba tomando decisiones que pudieran perjudicar sus derechos como tenedores de bonos, siempre podrían convertir sus bonos en acciones e impedir cualquier perjuicio ejerciendo sus derechos como accionistas mayoritarios.

En abril de 2000, GENER inició un proceso tendiente a la búsqueda de un socio o inversionista estratégico, para permitir a la empresa continuar creciendo en el nuevo contexto de la industria de generación eléctrica en la región. Los principales actores de GENER estimaban que el menor tamaño y menor capacidad de endeudamiento respecto de sus grandes competidores internacionales imponía restricciones al crecimiento y desarrollo de la empresa.

Al final de este proceso, AES Corp., mediante su filial Inversiones Cachagua, lanzó una Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA) por un porcentaje controlador de la compañía. Asimismo, llegó a un acuerdo con la empresa francesa TotalFinaElf, para que esta última comprara los activos eléctricos de Gener en Argentina en caso que la OPA fuera exitosa, todo ello sujeto a un proceso de due dilligence previo. El 28 de diciembre de 2000 se efectuó en la Bolsa de Comercio de Santiago un remate de acciones de Gener, en virtud del cual Inversiones Cachagua adquirió el 61,11% del capital accionario de la empresa. Al día siguiente, en Estados Unidos, se efectuó el canje de acciones de AES Corp. por los ADR de Gener, correspondientes al 34,56% de la propiedad accionaria. Una vez tomado el control de la compañía, Inversiones Cachagua efectuó una segunda OPA en Chile, en febrero de 2001, mediante la cual adquirió

2,87% adicional de la propiedad, llegando a poseer 98,54%, que más tarde alcanzó a 98,65% mediante compras menores en bolsa. Como parte del grupo de AES Corp., durante 2001 Gener cambió su razón social por AES Gener S.A., y dio inicio a un proceso de venta de activos tendiente a la concentración de la empresa en el negocio de la generación eléctrica en Chile.¹⁸

Sin embargo, la evolución de los negocios de la empresa no estuvo exenta de problemas. Los años 2002 y 2003, debido principalmente al desfavorable escenario internacional, los resultados de la compañía estuvieron muy por debajo de lo que los nuevos controladores habían esperado. Como consecuencia de lo anterior, la situación de caja de la empresa comenzó a tornarse crítica. Al mal escenario operacional se sumó la decisión de la compañía, a principios del 2002 de traspasar contablemente a su matriz los alrededor de 400 millones de dólares que AES GENER había recibido de parte de la francesa TotalFinaElf como pago por los activos eléctricos de Gener en Argentina.

Ante la mala situación financiera de la compañía, el mercado comenzó a prever que AES GENER podría tener serios problemas para pagar el bono convertible que vencía durante el año 2005. De hecho, para marzo del 2003, el bono convertible, emitido originalmente en el mercado local a una tasa de 6%, se transaba a una TIR de más de 27%. Evidentemente, las AFP comenzaron a ponerse a nerviosas. Por un lado, ellas eran las principales tenedoras del bono y, por otro lado, bajo la actual estructura muy concentrada de propiedad que presentaba la compañía, la opción de convertibilidad no parecía ser muy atractiva.

Así las cosas, las Administradoras de Fondos de Pensiones comenzaron intensas negociaciones con la compañía para asegurar el pago de las obligaciones que ésta había adquirido. Desde el punto de vista de AES GENER, obviamente, la situación también era delicada puesto que la empresa enfrentaría importantes costos en caso de que su clasificación de riesgo empeorara. Finalmente, ambas partes llegaron a un acuerdo que se materializó en el año 2004. El acuerdo

¹⁸ Extractado a partir de las memorias de GENER de varios años.

consistía en que la empresa AES GENER S.A. emitiría un bono por 400 millones de dólares en el mercado internacional que sería comprado inicialmente por Deutsche Bank Securities. Simultáneamente a la colocación de los bonos, se suscribió un contrato denominado *Security and Scrow Agreement* entre Gener, el Deutsche Bank y Law Debenture Trust Company en representación de los tenedores de los bonos convertibles. El acuerdo especificaba que sobre los fondos obtenidos en la colocación del nuevo bono se constituiría una garantía con el fin de asegurar el pago completo de la serie “L” del bono convertible que había sido emitida en Chile. Finalmente, durante el año 2004, AES GENER usó los fondos obtenidos en la nueva colocación para rescatar el bono convertible pre-pagando íntegramente la deuda que mantenía con las Administradoras de Fondos de Pensiones.

3.2.2 En la aprobación del cambio de cláusulas

En las emisiones de bonos por parte de las empresas se incluyen cláusulas que imponen restricciones a las empresas como un mecanismo para salvaguardar los intereses de los compradores y hacer más atractiva la colocación. Por ejemplo, es habitual incluir cláusulas que restringen la capacidad de endeudamiento de la empresa, con posterioridad a la emisión del bono, al imponer determinadas razones de endeudamiento a la empresa que no pueden ser superadas. Otra cláusula habitual se refiere a la especificación de activos que servirán de garantías.

En muchas ocasiones, las empresas que han emitido un bono solicitan en las Juntas de Tenedores de Bonos la posibilidad de modificar alguna de las cláusulas originales. Normalmente, esto se debe a cambios en las condiciones financieras de la empresa, la que busca formas de poder aumentar su endeudamiento. En los últimos años, las Administradoras de Fondos de Pensiones han negociado la modificación de las cláusulas o “covenants” exigiendo compensación económica por el potencial mayor riesgo de crédito que se incurriría al modificar las cláusulas. La compensación se realiza en términos de puntos base sobre la tasa pagada originalmente. El beneficio, por supuesto, se extiende a los otros inversionistas. Recientemente, las AFPs han extendido esta política de exigir compensación aún cuando los

cambios en las cláusulas de los bonos no signifiquen necesariamente un aumento en el riesgo crediticio de la compañía. En esta sección se presentan algunos ejemplos de esta práctica.

Sociedad Concesionaria Autopista del Bosque, 2006

El 29 de junio de 2006, se realizó la junta de tenedores de bonos de la Sociedad Concesionaria Autopista del Bosque. El objetivo era someter a consideración de la Junta las siguientes materias:

Sustituir una póliza de seguros otorgada por XL Insurance (XLI), por una nueva otorgada por XL Capital Assurance (XLCA).

Eliminar las garantías otorgadas por Groupe GTM S.A. (hoy VINCI) a favor de los tenedores de bonos.

Modificación del sistema de garantías otorgadas por el emisor a los tenedores de bonos.

Modificaciones al contrato de emisión relacionadas al cambio de la póliza.

La Junta de Tenedores de Bonos aprobó los puntos solicitados en la Tabla. Sin embargo, por indicación de los representantes de las Administradoras de Fondos de Pensiones se especificaron las siguientes condiciones complementarias para la aprobación a las que deberá sujetarse el Emisor:

Limitar el máximo de nueva deuda adicional preferente de la Sociedad Emisora respecto de la cual se podrá compartir las garantías con tenedores de los bonos de la serie A, al monto de UF tres millones ochocientas mil.

Incorporar entre las obligaciones del emisor la de proporcionar al representante de los tenedores de bonos, información relativa al tráfico mensual, recaudación mensual, ratio de cobertura de servicio de deuda, desglose de gastos de operación, proyección de mantenciones.

Que el capital de cualquier deuda adicional preferente en que incurra el Emisor mediante la emisión de bonos se pague después de pagados los bonos de la serie A emitidos bajo el Contrato de Emisión.

Si el emisor incurre en deuda adicional mediante emisión de bonos, los nuevos bonos no podrán ser rescatados a menos que se cumpla un cierto ratio de cobertura, y se mantengan los fondos necesarios para el pago del cupón más próximo de la serie A.

En compensación de la liberación de garantías otorgadas por Group GTM S.A., el emisor pagará a los tenedores de bonos de la serie A la suma de 45.000 UF, la que se pagará a los tenedores de bonos de la serie A en proporción a los bonos de que sean tenedores, y este pago se deberá realizar en forma simultánea con la entrega de la póliza por XLCA en reemplazo de la póliza de XLI.

Securizadora Interamericana, 2005

El 19 de diciembre de 2005, se celebró junta de tenedores de títulos de deuda de securitización.

Los puntos a tratar eran:

Modificación del plan de ventas de activos anexo a escritura pública modificatoria de la Administradora de Activo de Inmobiliarios Universidad de Concepción.

Modificación de contrato de recaudación entre la administradora anterior, la securizadora y Corpbanca.

Adoptar acuerdos que resulten necesarios de la aprobación de los puntos anteriores.

En discusión del punto dos tomó la palabra Oscar Buzeta, en representación de Cuprum, solicitando dejar constancia que la AFP aprueba las modificaciones sujeto a que, tal como dice la propuesta, los excedentes que se generen de la venta de los activos prescindibles sean invertidos exclusivamente en los instrumentos identificados en el Contrato de Emisión, y que a lo menos tengan la misma clasificación de riesgo, esto es N-1 y AA. Se aprobaron todos los puntos.

Guacolda SA, 2006

El 8 de noviembre de 2006 se realizó la Junta de Tenedores de Bonos de Guacolda. El objeto de la Junta fue aprobar la sustitución de garantías con que cuentan los bonos. Las AFP pidieron compensación económica para autorizar el cambio. Ante esto, y para lograr aprobar la moción, el representante del Emisor informó que “la empresa se compromete a pagar a los Tenedores de Bonos de la serie A por una sola vez una comisión equivalente al 0,02 por ciento sobre el saldo del capital insoluto de la emisión existente a esta fecha, la que se pagará en pesos moneda nacional de acuerdo al tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos de América que publicita diariamente el Banco Central de Chile”.

En votación a viva voz, se aprobó la sustitución de las garantías.

Referencias

- Agosin, Manuel y Pastén, Ernesto. Corporate Governance in Chile. Banco Central de Chile. 2003.
- Bearle, A., and G. Means. 1932. The Modern Corporation and Private Property. New York, United States: Macmillan.
- Burtless, Gary (1998). "The effect of pension reform on saving and capital market development". The Brookings Institution, mimeo.
- Coronado, Julia Lynn (1997). "The effects of Social Security Privatization on household savings: Evidence from the Chilean Experience, mimeo, Federal Reserve Board of Governors.
- Faccio, M., and L. Lang. 2002. "The Ultimate Ownership of Western European Corporations." Journal of Financial Economics 65: 365-395.
- FECU, Varias empresas y años (www.svs.cl)
- Iglesias, Augusto (1998). The impact of pension reform on capital markets: The Chilean experience". Presented at the conference: "Capital market development in emerging and transition economies: Trends and challenges, Washington DC USA.
- Iglesias-Palau, A. 2000. "Pension Reform and Corporate Governance: Impact in Chile." ABANTE 3(1): 109-141.
- Klapper, L., and I. Love. 2002. "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets." World Bank Policy Research Working Paper 2818, Journal of Corporate Finance.
- La Porta, R. et al. 1999. "Corporate Ownership Around the World." Journal of Finance 54.
- Lefort, Fernando, 2006, "Ownership Structure and Corporate Governance in Latin America", ABANTE.
- Lefort, Fernando, 2005, "Ownership Structure and Market Valuation of Family Businesses in Chile", Corporate Ownership & Control, Vol. 3, No. 2.
- Lefort, Fernando, 2004, "Gobierno Corporativo: ¿Qué es? Y ¿Cómo Andamos por Casa", Cuadernos de Economía.

- Lefort, F., and E. Walker. 2000a "Corporate Governance: A Challenge for Latin America." ABANTE 2(2): 99-111.
- . 2000b. "Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypotheses of Governance." ABANTE 3(1): 3-27.
- Lefort, F., and E. Walker. 2007a. "The Effect of Corporate Governance Practices on Company Market Valuation and Payout Policy in Chile", in *Investor Protection in Latin America*, Stanford University Press, Chong and Lopez-de-Silanes, Ed.. (Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=676710>).
- Lefort, F. and E. Walker, 2007b, Do markets penalize agency conflicts between controlling and minority shareholders? Evidence from Chile, Forthcoming, *The Developing Economies*, September 2007.
- Lefort, F., and E. Walker. 2000b. "Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypotheses of Governance." ABANTE 3(1): 3-27.
- Lefort, F. and F. Urzúa, 2007, Board independence and firm performance in a concentrated ownership context: the Chilean case, Forthcoming, *Journal of Business Research*.
- Lefort, F. y T. Wigodski, 2007, *Problemas y Soluciones de Gobierno corporativo en Chile: Cuatro Casos Emblemáticos para el Análisis*, Ediciones Universidad Católica.
- Ley 18.045, Ley de Mercado de Valores, publicada en el Diario Oficial de 22 de octubre de 1981.
- Ley 18.046, Ley de Sociedades Anónimas, publicada en el Diario Oficial de 22 de octubre de 1981.
- Rainieri, Ricardo. *El Ingreso de Endesa España a la Propiedad de Enersis*, Ediciones Universidad S.A. y M.N. Consulting Ltda., 1999.
- Shleifer, A. and R. Vishny, 1986, Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy* 94, 461-488.
- Schmidt-Hebbel, Klaus (1998). Does pension reform really spur productivity, saving and growth? Documento de Trabajo 33, Banco Central de Chile.

Vittas Dimitri (1996). "Pension Funds and Capital Markets. Viewpoint. The World Bank, February.

Walker, Eduardo, and Fernando Lefort. 2002. "Pension Reform and Capital Markets: Are There Any (Hard) Links?" Social Protection Discussion Paper no. 0201. Washington, D.C.: World Bank.

Wigodski Teodoro y Franco Zúñiga. Gobierno Corporativo en Chile después de la Ley de OPAs, Universidad de Chile.