



UNIVERSIDAD FINIS TERRAE  
FACULTAD DE DERECHO  
ESCUELA DE DERECHO

## **PERSPECTIVA JURÍDICA DE PROBLEMAS DE AGENCIA**

JOHANNA SCHURTER ENCINAS

Memoria presentada a la Facultad de Derecho para optar al grado de Licenciado  
en Ciencias Jurídicas con mención en Derecho de la Empresa.

Profesor Guía: Wildo Iván Moya Plaza

Santiago, Chile  
2014

A mi querido maestro, Don Wildo Moya Plaza, por la fe depositada en esta  
investigación, y en esta memorista.

*A mis amados Raimundo y Pedro Pablo.*

## 1 Contenido

1	EL PROBLEMA DE AGENCIA.....	3
1.1	Las Relaciones de Agencia.....	3
1.2	La Teoría de Agencia.....	3
1.3	El Problema de Agencia.....	4
1.4	Las áreas de Conflicto dentro de la Empresa.....	5
1.5	Las vías de solución al Problema de Agencia, en el Derecho Comparado.....	6
2	EL CONCEPTO DE INTERÉS social.....	8
2.1	Doctrinas institucionalistas.....	8
2.2	Doctrinas contractualistas.....	10
2.3	Concepto de interés social en la doctrina nacional.....	12
2.4	Noción jurisprudencial de Interés.....	14
3	LAS STOCK OPTIONS.....	18
3.1	Concepto de Stock Options.....	19
3.2	Características de las <i>Stock Options</i> .....	20
3.3	Objetivos de las Stock Options.....	23
3.4	Críticas al sistema de las Stock Options.....	23
3.5	Ventajas de las Stock Options.....	25
4	Las Stock Options en Chile.....	27
4.1	Regulación aplicable a la implementación de Stock options por Sociedades Anónimas nacionales.....	27
4.1.1	Implementación a través de un aumento de capital, de una sociedad anónima.	29
4.1.2	Implementación a través de la recompra de acciones de propia emisión.	33

4.2 Regulación aplicable a la implementación de stock options efectuada por sociedades por acciones (SpA).....	39
4.2.1 Normativa aplicable.....	39
4.2.2 Algunas notas características de las sociedades por acciones. ....	40
4.2.3 Las <i>stock options</i> en la SpA.....	44
4.3 Tabla comparativa.....	47
4.4 Regulación aplicable a la implementación de stock options por sociedades extranjeras en territorio chileno. ....	49
4.4.1 Norma de Carácter General N° 99 (10 de Agosto de 2000) de la Superintendencia de Valores y Seguros. ....	49
4.4.2 Norma De Carácter General N°345 (18 De Abril De 2013), de la Superintendencia de Valores y Seguros. ....	52
5 El Comité de Directores. ....	56
5.1 La figura del Director Independiente.....	56
5.2 El Comité Contralor.....	61
5.2.1 El rol del Comité Contralor, respecto de las remuneraciones. ....	63

## INTRODUCCIÓN.

La asociatividad, es tan connatural al ser humano, que sería imposible dissociarla de la humanidad misma, y nos plantea desde siempre, el dilema que por sí misma genera: los conflictos de interés. Aún más, las complejas relaciones económicas de la postmodernidad, por estar inscritas en un panorama cada vez más globalizado, exigente y competitivo, nos ha planteado, entre muchos otros, pero no por ello menos importante: los problemas de agencia. Esto porque de suyo, las distintas formas de asociatividad congregan diversos intereses individuales, bajo un sólo interés colectivo, distinto e incluso opuesto, a los intereses de los partícipes individualmente considerados.

La ciencia económica ha desarrollado a lo largo de la historia múltiples teorías orientadas a solucionar o a mitigar los efectos negativos de los problemas de agencia, pero sin duda la teoría de más amplia aplicación, ha sido, y son en la actualidad las *stock options* o también conocidas como **planes de compensación a ejecutivos**, ampliamente utilizadas en el mundo empresarial estadounidense a partir de la década de los noventa y muy especialmente en el ámbito de las compañías de la informática. Incorporadas en la legislación nacional, a partir del año 2000, con una primigenia Norma de Carácter General n° 99, donde la Superintendencia de Valores y Seguros, busca dar respuesta normativa a una práctica que las empresas transnacionales habían “importado” y que en los hechos ya estaban utilizando, sin regulación específica alguna.

Aunque pueda parecer a primera vista, un reconocimiento legislativo un poco tardío, no es menos cierto que fueron Chile y Argentina los primeros países del Cono Sur en incorporar las *stock options*, como una alternativa de solución válida a los problemas de agencia, en sus legislaciones propias. De hecho, a mayor abundamiento, ya el año 2004, tan sólo 4 años después de la incorporación de las *stock options* por la Ley 19.705 a nuestro ordenamiento jurídico, se realizó un estudio por *Seminarium Head Hunting*<sup>1</sup> que concluyó que a nivel nacional el 66% de las empresas que tienen incentivos a largo plazo, utiliza las

---

<sup>1</sup> Citado por: FERNÁNDEZ, Ignacio y ANANÍAS, María Graciela. *Incentivos a largo plazo para la retención de talentos*. [online] Ciencias Sociales Online, noviembre 2006, Vol. III, N° 3 (106-115) Universidad de Viña del Mar [fecha de consulta: 05/11/2011] <<http://www.uvm.cl/csonline>>

*stock options*, siendo el caso más conocido y exitoso el del Banco de Crédito e Inversiones (BCI); así como también lo fueron Quiñenco, y Madeco.

Este documento pretende identificar el fenómeno de los problemas de agencia; analizar y conceptualizar las *stock options* como vía de solución a los problemas de agencia, sus objetivos, ventajas y desventajas. Hacer un examen histórico del reconocimiento legal de las mismas, para finalmente acotar su marco normativo vigente.

Asimismo analizaremos de qué manera el Comité de Directores y la figura del director independiente, cumplen con el rol de garantes de la transparencia e imparcialidad en los procesos de selección y remuneración de los directores y ejecutivos principales de una compañía.

## 1 EL PROBLEMA DE AGENCIA.

### 1.1 Las Relaciones de Agencia.

La **relación de agencia** existe siempre que alguien, a quien llamaremos: **el principal**, contrata a un tercero, denominado el **agente**; para que represente sus intereses. En todas estas relaciones cabe la posibilidad de que surja un conflicto de intereses entre quien delega y el agente, porque es perfectamente posible y hasta natural que los intereses de ambos sujetos no estén alineados. A este último fenómeno lo llamaremos **problema de agencia**.

Un buen ejemplo de este fenómeno, sería contratar a alguien (agente) para que venda nuestro automóvil, mientras nosotros desarrollamos otra actividad. Al contratar a una persona para que venda el automóvil, podemos acordar pagarle un honorario fijo una vez que la venta se haya realizado. En este caso el incentivo del agente será hacer la venta y no necesariamente obtener el mejor precio posible. Por otro lado, si se le ofrece una comisión respecto del precio de venta en lugar de un honorario fijo, el conflicto que hemos planteado deja de existir.

Este ejemplo muestra que el hecho de cómo se remunera a un agente, es un factor relevante dentro de los problemas de agencia, tema sobre el que gravita ésta investigación.

### 1.2 La Teoría de Agencia.

La **relación de agencia** existe siempre que alguien (**el principal**) contrata a un tercero (el **agente**) para que represente sus intereses; podemos decir entonces que la relación que existe entre los accionistas y la administración de una empresa, también es una relación de agencia

De la misma manera, podemos señalar que si los intereses de los accionistas y los de la administración de una compañía no están alineados, nos encontramos frente a un problema de agencia.

El problema de agencia se agudiza especialmente, cuando la propiedad de la firma se estructura sobre la base de una gran cantidad de pequeños accionistas. Los economistas las han venido denominando compañías "*atomizadas*" o "*de propiedad difusa*". Este fenómeno se produce porque cuando existen muchos dueños de un mismo conjunto de

activos, ninguno de ellos tiene el incentivo suficiente para invertir recursos en administrar o en monitorear la gestión de los administradores, representantes o agentes de los dueños, consecuentemente el **control residual**, es decir “*el derecho a decidir qué hacer con los activos de la empresa, una vez que se han cumplido todas las obligaciones financieras y legales correspondientes*”<sup>2</sup>, se traslada en la práctica desde los accionistas hacia los directores o gerentes (*managers* por su denominación en inglés). De allí que la literatura económica haya bautizado a este fenómeno como “*la revolución de los managers*”.

Una vez que el poder corporativo se ha trasplantado de los dueños a los administradores, se genera también una grave asimetría de la información, producto de la cual los accionistas quedan expuestos a ser expropiados por sus propios agentes. Este tipo de empresas son consideradas un paradigma tradicional desde que Adolf Berle y Gardiner Means<sup>3</sup>, lo plantearon en 1932, y se les conoce como las *Berle & Means Corporations*.

### **1.3 El Problema de Agencia.**

Imaginemos que al interior de una compañía se está considerando realizar una nueva inversión relativamente arriesgada, de la que se espera obtener un impacto favorable sobre el valor de las acciones. Analicemos ahora como se orientarán los intereses de cada parte involucrada:

Los propietarios de la empresa desearán emprender la inversión porque el valor de las acciones aumentará.

Los administradores podrán no estar tan interesados en desarrollar la inversión porque la posibilidad de que las cosas salgan mal pone en riesgo su trabajo.

Ahora bien, si la administración no emprende la inversión, los accionistas podrían perder una valiosa oportunidad de ganancia. Esto nos muestra que la administración tiende a poner un énfasis excesivo en la supervivencia organizativa para proteger su propia seguridad en el trabajo, y por otro lado puede disgustarle ser interferida, por lo que la

---

<sup>2</sup> LEFORT, Fernando y WIGODSKI, Teodoro. *Una mirada al Gobierno Corporativo en Chile...* 16 p.

<sup>3</sup> BERLE, Adolf y MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation and Private Property*. 10<sup>ma</sup> Ed. New Brunswick, New Jersey, Transaction Publishers, 2009. 380 p.

independencia y autosuficiencia corporativas también podrían ser metas importantes para ellos.

Podemos decir entonces, que el problema de agencia, es la posibilidad de que se produzca un **conflicto de intereses** entre el **principal** y el **agente**. Esto visto al interior de una empresa, se producirá por haberse desalineado los intereses de los accionistas y quiénes la administran.

#### **1.4 Las áreas de Conflicto dentro de la Empresa.**

Los problemas de agencia que se pueden promover al interior de la compleja estructura organizacional de la empresa, es casi infinita. Sin embargo, es posible identificar a lo menos las siguientes zonas de conflicto:

La primera zona de conflicto, y tal vez la más importante en una compañía atomizada es aquella que surge entre los accionistas y el directorio.

La segunda área de peligro, y no menos importante que la anterior especialmente si nos estamos refiriendo a mercados como el chileno, donde la propiedad está sumamente concentrada, será aquella que se origina de la relación entre el accionista controlador y los minoritarios.

No podemos dejar de lado los potenciales conflictos de interés, que pueden provenir de la relación entre los directores y los ejecutivos de una misma compañía. Así tampoco aquellos que pueden llegar a surgir entre el directorio y los inversionistas.

Asimismo debemos considerar que no sólo los accionistas, los directores, los ejecutivos, y los tenedores de bonos, crean lazos contractuales importantes con las empresas. Si no que también lo hacen los trabajadores, proveedores, clientes; e incluso algunos autores consideran también a la sociedad en general. Todos ellos han establecido una relación contractual, más o menos formal con la empresa, y esperan recibir una buena retribución, servicio o trato por parte de ella. En la tradición anglosajona se les conoce

como “*stakeholders*”<sup>4</sup> y se les puede conceptualizar como todos aquellos terceros interesados en la marcha de la compañía.

### 1.5 Las vías de solución al Problema de Agencia, en el Derecho Comparado.

Hay tres formas a través de las cuales los accionistas, pueden protegerse de ser víctimas de la expropiación por sus propios agentes:

1) Los inversionistas requieren **protección legal**, es decir regulaciones que cautelen sus derechos y obliguen a los ejecutivos a informar de manera veraz y oportuna al mercado. Dentro de esta línea de consideraciones encontramos toda la regulación relativa a las Operaciones con Partes Relacionadas, los Comités de Directores y la figura del director independiente.

2) Los accionistas de la empresa de propiedad difusa pueden ser resguardados mediante el desarrollo de un **competitivo mercado por el control corporativo**. De tal manera que al reducirse el valor de la empresa a consecuencia de estar mal administrada, se convierte en una atractiva oportunidad de negocio, porque será posible comprar un conjunto de activos muy por debajo de su valor real y será relativamente fácil aumentar la rentabilidad, sólo mejorando la gestión.

3) Los accionistas pueden **protegerse a sí mismos**. Porque, sin duda y en primer lugar, es “*el principal*” (los accionistas) quien debe preocuparse por alinear los intereses del “*agente*” (los administradores) con los propios.

Ahora la pregunta del todo obvia, es ¿cómo hacerlo? Al respecto, la ciencia económica nos ha proporcionado variadas soluciones:

Como primera solución, *Alchiam y Demsetz (1972)* proponen que el principal debe monitorear al agente de manera continua, pero que si el costo que emana del monitoreo excede el costo de coordinación, entonces es preferible que se permita la desalineación de los incentivos.

---

<sup>4</sup> Se les llama así por oposición a los “*shareholders*”, es decir de los accionistas.

Como segunda solución, se encuentran los contratos de incentivos, propuestos por *Jensen y Meckleing (1976)*<sup>5</sup>; *Cheung (1983)* y *Holmstrom (1999)*, quienes proponen que una forma de alinear los intereses del agente y el principal, es mediante la elaboración de contratos específicos. Esta solución es exitosa siempre y cuando el resultado de las tareas a realizar sea fácil de medir, por ejemplo en el trabajo de venta, donde una forma efectiva de alinear los incentivos será mediante un contrato por comisión. Sin embargo, en los casos que el resultado de la tarea sea difícil de medir, el contrato podrá generar efectos secundarios para la compañía, por ejemplo si para desarrollar una investigación se propone un contrato a los investigadores por horas, en lugar de un contrato por objetivos, es posible que como resultado los investigadores estén muchas horas pero no generen la investigación deseada o prevista.

Una solución derivada de la anterior propone que los contratos debieran ser a largo plazo, esta idea se basa en la teoría de los equilibrios de Nash, los cuales por lo general son tácitos. Esta solución propone que el agente alinear los incentivos al principal al pensar en un contrato a largo plazo, porque razonará que puede recibir mayores recompensas a lo largo del tiempo, si cada acción, beneficia a ambas partes.

Una tercera solución es la postulada por *Grossman y Hart (1986)* la cual propone que si el principal hace partícipe de la propiedad al agente, el agente tendrá los mismos incentivos del principal. Esta práctica se ha utilizado desde los años 80 en los contratos de altos directivos.

---

<sup>5</sup> JENSEN, Michael y MECKLING, William. *Teoría de la empresa: la gerencia, costes de agencia y estructura de la propiedad*. En: PUTTERMAN, Louis (ed.). "La naturaleza económica de la empresa". Madrid, Alianza Editorial, 1994. 261-285 pp.

## 2 EL CONCEPTO DE INTERÉS SOCIAL.

Si hay un centro de gravedad, en torno al que giran todas y cada una de las discusiones sobre problemas de agencia, no cabe duda de que ésta sea la esquivada noción de “*interés*”. Sin embargo, esclarecer que debemos entender por interés social, no es ninguna misión sencilla, en principio porque se viene discutiendo desde los albores del siglo XX, y además porque con el transcurso del tiempo dicha noción ha ido tomando distintos acentos en la medida en que la ciencia económica ha suscrito o desechado distintas teorías.

En torno a la noción de interés se han postulado básicamente dos grandes teorías. Por una parte, encontramos aquellas inspiradas en doctrinas de corte “*institucionalista*”, más cercanos a aquello que la doctrina y jurisprudencia estadounidenses han denominado “*Principio de la Entidad*”, por aplicar una noción más amplia e inclusiva de lo que debe entenderse por empresa.

Por otro lado están aquellos que defienden un criterio más restrictivo, acotando el concepto de empresa, al contrato de sociedad propiamente tal, son para el derecho continental las doctrinas “*contractualistas*” y para la doctrina y jurisprudencia estadounidenses el “*Principio de la Propiedad*”.

Finalmente hayamos algunos, entre ellos Etcheverry<sup>6</sup>, para los cuales resulta estéril, intentar siquiera, elaborar una definición en la materia.

### 2.1 Doctrinas institucionalistas.

Conforme a las teorías institucionalistas, la evolución histórica de la sociedad anónima misma, nos muestra como ésta ha venido a convertirse en el núcleo en torno al cual giran variados y múltiples intereses, entre los cuales el de los accionistas es solamente uno de ellos.

Conforme a estas teorías la sociedad es una institución, (Principio de la Entidad para la doctrina y jurisprudencia estadounidenses) una forma social de interés común y

---

<sup>6</sup> ETCHEVERRY, Raúl. *Algunas reflexiones sobre la contraposición de intereses en el ámbito de la dirección de las sociedades anónimas*. En *Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones*, (17): 441-466, 1984. 450 p.

permanente de diversos grupos de personas. Por lo tanto, el objeto de la sociedad debe incluir la mejora del bienestar de todos y cada uno de los grupos de interés social. De esta manera, los deberes del directorio se extienden más allá de asegurar a sus accionistas una buena utilidad sobre su inversión, debiendo incluir un cierto deber de lealtad además (de acuerdo al concepto legal estadounidense de *Duty of Loyalty*) para con todos aquellos interesados o afectados de alguna forma por la sociedad. Es emblemática en este sentido la sentencia en el caso *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*<sup>7</sup>. Esta sentencia resolvió que el directorio de la sociedad objeto de una Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA) que desaconsejó la oferta de uno de los posibles compradores, actuó dentro de las normas legales y regulatorias, siendo autorizada por el tribunal a considerar el impacto de la posible toma de control por ese potencial comprador en personas que no fueran sólo los accionistas.

A partir de este modelo, la compañía comienza a cumplir una función pública al interior de la organización global de la economía, transformándose en la columna vertebral del desarrollo de la actividad productiva de un país. Pasa a ser considerada un “*medio*” necesario e indispensable para el desarrollo de la comunidad nacional, por lo que su promoción debe constituir el objetivo prioritario de la legislación.

No queremos pasar por alto que la falta de identificación del interés societario con el interés común de los socios que revelan estas teorías se traduce en un incremento del poder e independencia de los administradores frente a los socios. Ocurre, así, que bajo la concepción institucionalista, los administradores son concebidos como los agentes a quienes compete velar por la consecución del interés societario, ajeno y superior, como se ha visto, al interés de los propios socios. Por lo mismo, su misión, entendida en este sentido superior y amplio, les confiere una especie de altura moral y una cierta libertad de acción, para apartarse incluso de aquellas directrices que puedan haber formulado los accionistas, en cuanto se opongan con el interés supraindividual y público, al cual debe servir la empresa.

Dentro de esta misma línea de pensamiento, debemos consignar el amplio reconocimiento internacional a una doctrina que recoge y actualiza la idea pluralista del

---

<sup>7</sup> *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d946 (Del. Supr. 1985).

interés social, con el nombre de **Teoría del stakeholder value** o “*Teoría de la creación de valor compartido*”, que recoge también ideas sobre Responsabilidad Social Empresarial (RSE) a través de destacar que no sólo los accionistas invierten en las sociedades, si no que también existen otros proveedores de activos muy relevantes tales son, los propios ejecutivos, trabajadores, proveedores y clientes.

De tal modo que los activos aportados por los *stakeholders*, sumados al capital de la sociedad propiamente tal, configuran lo que la teoría económica ha llamado el **valor presente neto** de una empresa. En otras palabras, el valor económico de una empresa funcionando, excede al valor de mercado de las inversiones que los distintos grupos de interés le han aportado. Por lo tanto, una empresa sería un conjunto de inversiones más o menos específicas en capital físico, capital humano, trabajo, relaciones con proveedores, preferencias de los clientes etc., que no pueden ser replicadas en forma idéntica e inmediata por el mercado.

Conforme a esta tendencia, la principal responsabilidad de la sociedad es **crear el mayor valor posible para todos los grupos de interesados en la marcha de la empresa**, sean estos de carácter social o extra-social.

Es dable pensar que a partir de esta amplísima concepción del interés social, y en especial si se lo vincula con los deberes de diligencia y de lealtad que pesan sobre los administradores societarios, podría llegar a significar que tales deberes dejen de cumplir el rol que han tenido hasta ahora, en cuanto medio de protección de los intereses de los propios accionistas, para convertirse en un instrumento que ampare (incluso postergando los intereses de los socios) los intereses de los trabajadores, consumidores, proveedores, comunidad local y la sociedad en general.

## **2.2 Doctrinas contractualistas.**

La concepción contractualista a su vez, excluye, la configuración de un interés social superior y diverso del interés de los socios; y centra su análisis en el contrato mismo de sociedad, haciendo una distinción clara entre los intereses sociales y los intereses extra-sociales.

El interés social es para esta parte de la doctrina, la tendencia a la realización del fin último de la sociedad, que es la causa del contrato, y que como tal es común a todos los socios. **Es el interés que tienen los socios en que mediante la actividad social se logre el máximo lucro posible.** Es el interés depurado de todo interés extra-social. Es en suma, “*el mínimo común denominador que une a los socios desde la constitución de la sociedad hasta su disolución*”<sup>8</sup>

Dentro de esta misma corriente de pensamiento, la jurisprudencia estadounidense ha aplicado el llamado “Principio de la Propiedad”, conforme al cual la sociedad es vista restrictivamente, como propiedad privada de sus dueños (los accionistas) y por ende el interés social no es otro que el objetivo de los dueños, el que generalmente será el de aumentar la riqueza de cada uno de ellos, mediante la generación de la mayor utilidad o retorno posible a su inversión. De acuerdo a esta perspectiva, el directorio en general y los directores en particular, así como cualquier órgano de administración, son vistos como agentes de los dueños cuya función es cumplir con los intereses económicos de los mismos<sup>9</sup>.

En este sentido los directores son elegidos por los accionistas y están obligados a actuar en representación de estos últimos, por lo que los derechos de los acreedores, de los trabajadores y de terceros (denominados genéricamente grupos de interés social o *stakeholders*) están subordinados a los intereses de los accionistas y estrictamente limitados a aquellos derivados de los contratos de los cuales la sociedad sea parte y a lo señalado en los estatutos sociales. Este punto de vista fue respaldado por el famoso caso *Dodge v. Ford Motor Co*<sup>10</sup>. En este caso, el principal accionista de Ford Motor Company Inc., el señor Henry Ford, señaló su intención de bajar el precio de sus vehículos sacrificando utilidades con el fin de hacer este producto más accesible al público, fundamentalmente por motivos

---

<sup>8</sup> ROIMISIER, Mónica. *El interés social en la Sociedad Anónima*. Buenos Aires, Ed. Depalma, 1979. 31-34 pp.

<sup>9</sup> ZEGERS Ruiz-Tagle, Matías y ARTEAGA Echeverría, Ignacio. *Interés social, deber de lealtad de los directores y conflictos de interés en empresas multinacionales: un análisis comparado con la legislación de los Estados Unidos de América*. En: *Revista Chilena de Derecho*, 31(2): 239-268, 2004. 243 p.

<sup>10</sup> *Dodge v. Ford Motor Co.*, 204 Mich. 459, 170 N. W. 668 (1919)

sociales. Los hermanos Dodge, accionistas importantes de la compañía, exigieron que se mantuvieran los precios y por tanto aumentaran las utilidades. El tribunal, a pesar de reconocer las motivaciones del señor Ford, falló a favor de los hermanos Dodge de acuerdo a la ley.

### **2.3 Concepto de interés social en la doctrina nacional.**

Ahora bien, y sin desconocer el panorama que nos presenta el Derecho Comparado, nos parece que nuestro ordenamiento jurídico adhiere a una concepción contractualista de la sociedad. Nuestro Código Civil en su Artículo 2.053 reafirma dicha inspiración, *“La sociedad o compañía es un CONTRATO en que dos o más personas estipulan poner algo en común con la mira de repartir entre sí los beneficios que de ello provengan”*.

Resultando así que el concepto de interés social necesariamente dice relación con los intereses de quienes son partes en el contrato, es decir, los propios accionistas, y con exclusión de otros sujetos que puedan interactuar con la sociedad, por legítimos que sean sus intereses y por mucho que se vean afectados por las decisiones adoptadas por aquella.

Para Alcalde Rodríguez, es la misma expresión *“social”*, la que en cierta forma nos revela que para calificar como tal *“debe tratarse de un interés compartido por todos los socios, un interés que les es común y que conduce, a todos ellos, con independencia de sus otras motivaciones personales o individuales, a constituir la sociedad o bien a ingresar a ella”*<sup>11</sup>.

Estima el mismo autor, que cuando el legislador regula el contrato de sociedad, obviamente se representa qué es aquello que determina que las partes recurran a esta forma jurídica asociativa, cuál es la voluntad presunta de los contratantes, aquella finalidad que todo socio persigue por el mero hecho de ser tal y es, por tanto, común y compartida por cualquier accionista; y es ésta finalidad común aquella que debe ser respetada, por cualquier accionista, aún en desmedro de sus propias aspiraciones individuales, por legítimas que sean.

---

<sup>11</sup> ALCALDE, Enrique. *La responsabilidad de los directores de sociedades anónimas: Responsabilidad civil y penal administrativa*. Santiago, Ediciones Universidad Católica de Chile, 2013. 58 p.

A juicio de Alcalde Rodríguez, el concepto de interés social no es otro que “*el objetivo de acometer, en conjunto, una cierta actividad en vistas de repartir entre sí los beneficios pecuniarios que de ello provengan*”<sup>12</sup>. Por lo tanto, tiene una significación objetiva e independiente; ajena a las motivaciones personales o psicológicas de los accionistas, que se traducen la consecución del lucro o utilidad de la misma sociedad, considerando, para ello, y entre otros factores, su plazo de vigencia y los riesgos inherentes al giro de actividad que desarrolla.

Así entendido, el interés social viene a condicionar aquello que se debe ejecutar, o abstenerse de ejecutar, a fin de satisfacer la función típica de esta figura contractual, y corresponde a aquello que, hallándose comprendido dentro del objeto social, sea adecuado o apto para que los accionistas aumenten las utilidades provenientes del giro y disminuyan el riesgo de pérdidas, respondiendo a una finalidad que es compartida por los mismos.

En palabras de Puga Vial, “*las sociedades anónimas son instrumentos de riqueza, por sobre todas las otras sociedades su finalidad no es la asociación de personas, sino que la reunión de capitales para multiplicar esa riqueza*”<sup>13</sup>. Y ese incremento de la riqueza de la sociedad y por tanto de sus accionistas, es el deber fundamental de los directores y por ello la principal prohibición para los directores es la del N° 1 del artículo 42 LSA, que les prohíbe “*proponer modificaciones de estatutos y acordar emisión de valores mobiliarios o adoptar políticas o decisiones que no tengan por fin el interés social*”. Sin lugar a dudas entonces, el interés social es incrementar el lucro y optimizar los resultados.

Naturalmente que no debe entenderse que los directores no tienen límites en orden a los medios para realizar la finalidad de la sociedad, esto es como se dijo la consecución del mayor lucro posible. Es claro, que hoy por hoy la actividad económica está sujeta a múltiples limitaciones asociadas al respeto de la dignidad del trabajo (derecho laboral y seguridad social), al respecto del medio ambiente (derecho del medio ambiente) a los deberes para con el Estado (derecho tributario) y cada área económica tiene además sus

---

<sup>12</sup> *Ibidem*.

<sup>13</sup> PUGA Vial, Juan Esteban. *La Sociedad Anónima: y otras sociedades por acciones en el derecho chileno y comparado*. Santiago: Jurídica de Chile, 2011. 397 p.

propios marcos regulatorios. No debemos olvidar por cierto las limitaciones generales a las que está afecta cualquier actividad, tales como: el respeto de la ley, del orden público y de las buenas costumbres, etc. Es éste aquel que encauza la actividad de la sociedad, y es por lo mismo el ámbito en el cual los directores deben enmarcar el cumplimiento de ese deber fundamental, o como dice Puga Vial, “*Un buen director no debe avergonzarse de buscar el éxito y riqueza de la sociedad y de los accionistas, porque esa es su función y ella es no sólo útil sino sumamente beneficiosa para el resto de la sociedad*”<sup>14</sup>.

#### **2.4 Noción jurisprudencial de Interés.**

Es en este contexto, con una doctrina nacional que adhiere mayoritariamente a las tesis contractualistas respecto de la noción de interés social, que nos parece sumamente relevante mencionar un reciente fallo<sup>15</sup> que vino a aportar (y hasta dónde entendemos por primera vez), un “*nuevo*” y más amplio concepto de “*interés*” para los fines previstos en el artículo 44 de la ley de Sociedades Anónimas.

Decimos “*nuevo*”, [entre comillas] porque en realidad no tiene nada de nuevo, ya que significa más bien revisitar el tradicional concepto de interés de la Real Academia de la Lengua Española (RAE) y traérselo al mundo jurídico.

Decimos “*más amplio*”, porque cómo se verá esta noción de interés facilita sancionar operaciones realizadas con conflictos de interés, que quedan fuera de las presunciones de interés del artículo 44 inciso 3° de la LSA.

Nuestro sistema jurídico, a diferencia de otros como el italiano y el español que arriban a soluciones diversas, no intenta resolver las situaciones en que un director o personas relacionadas con él lleve a efecto una operación con intereses contrapuestos a los de la sociedad cuyo directorio integra. Si no que en cambio, regula el procedimiento a seguir cuando en dicha transacción el director o sus personas relacionadas tengan interés, aunque no exista conflicto de interés entre la sociedad y el director en la transacción en

---

<sup>14</sup> PUGA Vial, Juan Esteban. *La Sociedad Anónima...* ob.cit. 398 p.

<sup>15</sup> C. Sup. (cas), 12 de Agosto de 2011, Causa Rol N° 6.943/2009 Res. 35375 [online] [fecha de consulta: 28/09/2011] Disponible en: <<http://www.poderjudicial.cl>>

prospecto. Ambos pueden obtener grandes y complementarias ganancias, pero eso no quita que se trate de una operación que debe sujetarse a un procedimiento regulado especialmente por la ley para salvar la responsabilidad del director frente a la sociedad y sus accionistas.

La ley le impone al director o gerente, el deber de informar y requerir autorización previa del directorio de la sociedad en cuestión, respecto de aquellas operaciones en las que tenga un interés particular o privado, directo o indirecto<sup>16</sup>, siempre y cuando se refieran a montos relevantes y los contratos *“se ajusten a las condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado”*<sup>17</sup>.

Debemos anotar, además que si estamos frente a alguna de las circunstancias que configuran cualquiera de las presunciones de interés del artículo 44 inciso 3°, no es necesario probar la existencia de un conflicto de interés, así como tampoco de que haya intereses contrapuestos, ni siquiera un perjuicio económico derivado de ése contrato en particular.

De tal modo que se deja fuera un margen nada despreciable de transacciones en las que efectivamente hay conflictos de interés, pero que no alcanzan a cumplir con los requisitos legales para ampararse en la presunción legal, y respecto de las cuales el hecho de existir “interés” debe ser probado. Tal fue el caso, del gerente general de una importante empresa sanitaria que poco antes de asumir éste cargo, **cedió con pacto de retroventa**, los derechos sociales que poseía, en dos empresas del mismo rubro.

Durante el lapso de tiempo que duró su gestión, el directorio aprobó la celebración de una serie de importantes contratos, precisamente con aquellas empresas, respecto de las cuales el gerente general, había cedido (con pacto de retroventa) sus derechos. Todo lo anterior, por supuesto, sin que se hubiese cumplido el requisito legal de haber informado la existencia de dicha relación jurídica. Lo que hubiere bastado para que este conflicto no existiese.

---

<sup>16</sup> Artículo 67 numerando 16) de la LSA, en relación con los artículos 44 y 147 de la misma ley.

<sup>17</sup> Artículo 44 LSA.

Entre sus descargos, el gerente hace notar que el porcentaje de su participación, asciende sólo a un 7,5%, en una de las empresas, y en la otra alcanza un 3,75%; y que por lo tanto en cualquiera de ambos casos (al ser menor al 10% que exige la ley) no le correspondía informar al directorio, porque objetivamente, no se hallaba dentro del supuesto legal correspondiente a las operaciones con partes relacionadas. Por otra parte, tampoco de los contratos cuestionados se siguió perjuicio.

Sin embargo, todo lo anteriormente dicho, la SVS sanciona al gerente y la Excelentísima Corte, lo reafirma, en el considerando décimo noveno, de la Sentencia de Casación, porque considera que *“El artículo 44 de la Ley de Sociedades Anónimas exige tener interés en los actos o contratos, luego a partir del inciso segundo [sic corresponde al actual inciso tercero] consagra presunciones de derecho acerca de la existencia de interés. Cabe descartar desde ya, la concurrencia de alguno de estos supuestos de presunción, pues ni la Superintendencia de Valores ni la sentencia dicen que ellos existan.”*<sup>18</sup>.

La Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) sancionó al gerente, con una cuantiosa multa, por haber violado la obligación de informar al directorio de manera previa a la celebración de los contratos, porque consideró que mantenía intereses personales en las sociedades que contrataron con la sanitaria que dirigía. Así lo señala también la Corte Suprema en el considerando vigésimo: *“En el caso de autos, por un lado tenemos un contrato a través del cual se ceden las acciones de una sociedad anónima, pero al mismo tiempo se pacta una retroventa. Esto implica necesariamente una relación de interés permanente en dicha sociedad. En efecto no puede estimarse desvinculada totalmente a una persona de una sociedad, si en el momento de vender sus acciones pacta la posibilidad de volver a adquirirlas dentro de un plazo determinado, y en este sentido toma relevancia la acepción de interés [de la RAE] que lo define como inclinación del ánimo hacia un objeto. Aquí el señor (...) se desprende formalmente de sus acciones, pero manifiesta un ánimo de conservar la posibilidad de recuperarlas dentro de un plazo, ergo el interés*

---

<sup>18</sup> Casación C. Sup. (cas), 12 de Agosto de 2011, Causa Rol N° 6.943/2009 Res. 35375 [online] [fecha de consulta: 28/09/2011] Disponible en: <http://www.poderjudicial.cl> 10p.

**existe.**<sup>19</sup>” La Corte considera además que el interés se mantiene, aún cuando el pacto de retroventa nunca se hizo efectivo, por el sólo hecho de haber estado plenamente vigente al momento de celebrarse los contratos en comento.

De tal manera que los directores, y gerentes de una sociedad, deben ceñirse al más escrupuloso cumplimiento del deber de lealtad en general, y en especial respecto de aquellas operaciones en las que tengan, hayan tenido o puedan llegar a tener interés. Porque como hemos visto, la idea de aquello que se considera “interés”, puede por la vía jurisprudencial llegar a ser mucho más inclusiva de lo que parecería a simple vista, máxime cuando la ley no lo define, y la doctrina nacional es sumamente escasa al respecto.

---

<sup>19</sup> *Ídem.*

### 3 LAS STOCK OPTIONS.

El presente capítulo pretende analizar el fenómeno de las “*Stock Options*” como un fenómeno multidisciplinario y como un medio potencial de solución de los problemas de agencia al interior de la empresa.

Las Stock Options, también conocidas como “**opciones de compra de acciones**”, deben ser abordadas desde distintas disciplinas, es así como el área de las finanzas corporativas las considera un medio para alinear los intereses de los gerentes con los de los propietarios de la compañía. Para el área de gestión de recursos humanos, son un medio para incentivar y retener directivos valiosos y de crear un eficaz “*vínculo de reforzamiento estratégico*”<sup>20</sup> que unifique los intereses de la compañía y de los empleados.

Desde un punto de vista jurídico, las *Stock Options* deben ser abordadas desde 3 disciplinas: el Derecho Comercial, en cuanto se refiere a la emisión o recompra de acciones de sociedades de capital; al derecho laboral, en cuanto constituyen un tipo de contraprestación por los servicios prestados por el trabajador; al Derecho Tributario en dos sentidos, en primer lugar porque constituyen rentas percibidas por el trabajador, y en segundo lugar porque constituyen gastos en que incurre la empresa al retribuir a sus trabajadores con opciones de compra sobre acciones.

La institución de las Stock Options, han sido ampliamente difundidas en el mundo empresarial estadounidense, principalmente por el extensivo uso que hicieron de ellas las empresas relacionadas con las tecnologías de la información, durante la década de los noventa, lo que unido a formas variables de remuneración, les permitió mantener bajos los costos remuneracionales, ampliar la base patrimonial y seguir creciendo en base a las expectativas futuras en la continua alza de los indicadores bursátiles.

---

<sup>20</sup> SCHMITZ Vaccaro, Christian. *Las Stock Options y su introducción en Chile*. En, Revista Chilena de Derecho, 29(3): 557, 2002.

### 3.1 Concepto de Stock Options.

En primer lugar tenemos que distinguir entre las acciones propiamente tales y opciones de compra o venta sobre estas mismas acciones. La acción es “*una cuota o parte del capital de una sociedad anónima reflejada en un título-valor*”<sup>21</sup>. La Stock Option, en cambio, es una opción, es un derecho subjetivo o facultad que se ejerce con el fin de comprar una acción. Sólo cuando el titular ejerce la opción, la adquiere, previo pago de la misma y como consecuencia de ello, se transforma en accionista.

Por otra parte las *stock options* son opciones de compra de acciones, (pueden existir opciones de venta), esto significa que el titular de dicha opción tiene el derecho a comprar una acción a un “**precio de mercado**” de la acción al momento de otorgar la opción, o a un “**precio de comprar preferencial y predeterminado**” en el mismo contrato, y que incluso puede ser inferior al precio de mercado.

Respecto del plazo para ejercerse la opción hay 2 maneras: una conocida como “*opción de compra europea*” en la que la opción de compra, sólo puede ejercerse en una fecha concreta; y otra llamada “*opción de compra americana*” en la que la opción de compra se puede ejercer antes de, o en la fecha concreta señalada en el contrato.

Las *stock options*, también llamados planes de compensación a ejecutivos no han sido definidos por la legislación chilena, sin embargo podemos conceptualizarlas siguiendo a SCHMITZ, como “*un contrato que materializa un sistema de compensación laboral, y mediante el cual se otorga al trabajador la facultad de ejercer la opción de comprar, en un plazo predeterminado y a un precio preferente y también predeterminado, acciones de la sociedad anónima abierta [sic: o cerradas; o sociedades por acciones] con la cual se relaciona directa o indirectamente a través de su contrato de trabajo*”<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> PUELMA Accorsi, Álvaro. *Sociedades: tomo II*. 3<sup>ra</sup> Ed. Santiago, Chile, Editorial Jurídica de Chile, 2001. 752 p.

<sup>22</sup> SCHMITZ Vaccaro, Christian. *Las Stock Options y su introducción en Chile*. En, Revista Chilena de Derecho, 29(3): 558, 2002.

Desde la ciencia económica las stock options han sido conceptualizado por COPELAN y WESTON como “una especie de contrato de compensación a largo plazo, que depende de la evaluación que el mercado hace del rendimiento corporativo<sup>23</sup>”.

### **3.2 Características de las *Stock Options*.**

#### **1) Existencia de una Sociedad emisora de opciones de compra de Acciones**

En sus orígenes la legislación chilena sólo permitía que la sociedad emisora de Stock Options fuera una sociedad anónima abierta; esto se modificó el 20 de octubre de 2010 con la Ley 20.382. A partir de la señalada modificación tanto las sociedades anónimas abiertas como las cerradas, así como las sociedades por acciones (en adelante SpA), pueden realizar planes de compensación a ejecutivos basados en la emisión de paquetes accionarios. Dichas acciones, como se verá más adelante podrán provenir: de una nueva emisión de acciones o de una recompra de acciones de propia emisión.

#### **2) Existencia de un Derecho de Opción**

El trabajador es el titular de un derecho subjetivo que se origina en un contrato, es decir, en un acuerdo de voluntades entre el mismo trabajador y su empleador. El ejercicio de derecho de opción depende únicamente del trabajador. Lo que no obsta a que el mismo contrato de opción le imponga ciertas restricciones a la transferencia o a la tenencia de las acciones, como por ejemplo imponer un plazo mínimo de tenencia. Estas limitaciones son obligatorias para el adquirente y pueden introducirse con amplia libertad, ya que persiguen materializar el principal de objetivo de las *Stock Options*: retener a los trabajadores valiosos.

Es importante recalcar que el derecho de opción de compra no es transferible, porque está supeditado a la existencia de una relación laboral.

#### **3) Opción de compra de Acciones**

---

<sup>23</sup> COPELAND, Thomas E., WESTON, J. F. y SHASTRI, Kuldeep. *Financial Theory and Corporate Policy*. 4<sup>ta</sup> (ed.), New Jersey, Prentice Hall, 2004. 1024p.

El objeto principal de ejercer el derecho de opción, es la compra de un determinado número de acciones de la sociedad matriz o filial, empleadora del titular de la opción. Es decir, al hacer efectiva la opción, su titular celebrará un contrato de compraventa con el emisor, y se transformará en accionista de la sociedad.

#### **4) Existencia de un precio de compra Prefijado y Preferencial**

El precio al cual el trabajador va a adquirir las acciones, es determinado con anterioridad a la entrega de las opciones, por el emisor de las mismas. El carácter preferencial del precio hace que las opciones sean consideradas como mecanismos de incentivo laboral. De manera tal, que a medida que se incremente el valor bursátil de la acción, mejora el aliciente conformado por las opciones asignadas. Demás está decir que de no mediar la señalada ventaja económica, las *stock options* no tendría ninguna razón de ser.

El precio prefijado en el contrato de opción puede corresponder al valor de mercado de la acción al momento de otorgar la opción o incluso puede ser inferior a éste.

Si el precio se fija igual al precio de mercado, se especula con la tendencia alcista de la cotización bursátil, de manera que al hacerse efectiva la opción de compra, exista una mayor diferencia entre el precio de adquisición y el precio de mercado. De alguna manera “se congela” el precio de la acción, al tiempo de otorgarse las opciones.

También es posible que por ser un precio preferente éste se fije por debajo de la cotización vigente al asignar la opción, cosa que ocurre generalmente en aquellos casos en que el precio de las acciones de la compañía, tienen un comportamiento impredecible y volátil.

Nunca está demás remarcar que al titular de la opción de compra sólo le convendrá ejercerla si el precio predeterminado de compra es inferior al precio en que éstas se cotizan en el mercado al momento de ejercerse la opción de compra.

#### **5) Caducidad de la opción.**

El contrato de opción debe fijar un **plazo resolutorio**, durante el cual puede ejercerse el derecho de opción de compra de las acciones. Vencido el plazo o ejercida la opción

dentro del plazo, se extingue el derecho de ejercerla, puesto en otras palabras: la opción caducaría.

Por otra parte no existe inconveniente en introducir además al contrato de opción un **plazo suspensivo**, lo que en la práctica significará que mientras no se cumpla dicho plazo, no se podrá ejercer el derecho de opción a comprar las acciones.

#### **6) Número mínimo y/o máximo de Acciones.**

Por regla general se vincula el derecho de opción a un número mínimo y/o máximo de acciones, que el trabajador puede adquirir por esta vía.

#### **7) Existencia de una relación laboral entre las partes**

Las *stock options* son una forma de remunerar en función de la gestión del dependiente, la cual a su vez se reflejará directa o indirectamente en el valor bursátil de la acción, de tal manera que la relación laboral entre las partes es condición *sine ecua non* para considerar vigente de la opción.

Consecuencia de lo anterior, para ejercer la acción ha de estar vigente el vínculo laboral entre el titular de la opción y la sociedad, matriz o filial, emisora de las acciones, de manera tal que si la relación laboral termina antes que el trabajador alcance a ejercer la opción, ésta opción caducaría.

Es del caso recalcar que no se permite al trabajador ceder o transferir el derecho de opción de compra de las acciones, sin perjuicio que pueda hacerlo una vez que sea dueño de ellas, para lo cual es indispensable haber ejercido la opción de compra. De esta misma opinión es Miguel Córdoba Bueno: *“los planes de opciones tienen una cláusula de no transferibilidad, debido a que la retribución con Stock Options tiene como objetivo motivar a una persona concreta, por lo que, si las opciones fueran transferibles, perderían el fin que les da sentido”<sup>24</sup>*.

#### **8) Otras cláusulas y restricciones.**

---

<sup>24</sup> CORDOBA Bueno, Miguel. *Guía de las stock options: planificación, objetivos, financiación, fiscalidad y contabilidad*. Barcelona, Ediciones Deusto S.A., 2001. 28p.

Nada impide introducir otro tipo de restricciones en el contrato de opción, además de las ya señaladas, tales como: Cláusulas de plazo mínimo de tenencia de las acciones, o Cláusulas que obligue al trabajador a continuar prestando servicios para la compañía por un plazo determinado, una vez una vez otorgada o ejercida la opción, entre otras.

### 3.3 Objetivos de las Stock Options

- Aumentar el compromiso del personal con la empresa que los emite.
- Consigue vincular la gestión individual de los trabajadores a los resultados corporativos.
- Atraer y retener al personal valioso.
- Aumenta el apego por la compañía y al mismo tiempo crea una cultura empresarial positiva para ambas partes, basada en la motivación, el compromiso, la lealtad y el legítimo reconocimiento por la buena gestión realizada.
- Permite a la empresa destinar menos recursos a sueldos, liberando fondos que pueden ser utilizados para otros fines; y al mismo tiempo se logra aumentar la base patrimonial. Podemos sostener que de algún modo las *stock options* son una fuente de financiamiento de la empresa.
- A través de las *stock options* se alinea de los intereses de los altos ejecutivos con los de los accionistas disminuyendo considerablemente los llamados “*costos de agencia*”.

### 3.4 Críticas al sistema de las Stock Options.

Podemos considerar que estos planes de incentivos laborales, comenzaron a usarse de manera cada vez más extendida a partir de los años 80, de tal manera que en estos últimos treinta y cinco años, han sido objeto de un sinnúmero de críticas, algunas de las cuales, las más relevantes por supuesto, pasamos a exponer a continuación.

Se dice, en primer término, que sería riesgoso asignar un número elevado de opciones sobre acciones a los ejecutivos, puesto que si sólo se vincula el programa de compensación al aumento de valor en la acción en el mercado bursátil, el empleado puede concentrarse exclusivamente en obtener resultados positivos en el **corto plazo** y solamente

hasta que sus títulos hayan experimentado la revalorización esperada, a fin de venderlos con ganancias y retirarse luego de la compañía.

Dado que el empleado no percibe dividendo alguno mientras no ejerza su opción, puede que a través de su gestión tienda a **impedir el reparto de dividendos** para los accionistas, presionando para que se acumulen las utilidades del ejercicio en la cuenta de utilidades retenidas. Con ello logra una mayor apreciación de las acciones en el mercado y perjudica a los actuales accionistas.

Además, entre los accionistas y los titulares de opciones, que aun no hayan ejercido su derecho de compra se produce una asimetría de costo-beneficio de la gestión empresarial. Ello se debe a que los éxitos económicos de la compañía, y la consiguiente alza de los títulos accionarios benefician a todos, accionistas y titulares de opciones, mientras que las pérdidas resultantes de fracasos de gestión son asumidas únicamente por accionistas titulares. De manera tal que la **desigual distribución del riesgo** influirá en la toma de decisiones de los ejecutivos titulares de opciones en el sentido de tomar estrategias de negocios más riesgosas.

Se critica también la falta de correlación entre el desempeño del ejecutivo remunerado con *Stock Options* y el comportamiento bursátil de la acción. Esto ocurrirá principalmente en **mercados ineficientes**, en los cuales el valor bursátil de las acciones no refleja instantánea y completamente la información relevante para la formación de los precios. Puede suceder que durante el período restante de la vigencia de la opción, el precio del mercado resulte ser inferior al “precio preferencial”, en este caso el titular de la opción prescindirá de ejercerla. Por lo tanto las opciones de acciones no cumplirán su propósito de incentivar la gestión, y por el contrario pueden llegar a tener un efecto adverso desmotivador en el empleado.

Asimismo algunos afirman, ciertamente con un criterio más psicológico que económico o jurídico, que el vínculo de lealtad entre el trabajador y la empresa no se produce por poseer aquel, títulos de ésta; sino que más bien por sentirse el trabajador “*dueño*” de un proyecto que lo involucra.

El carácter aleatorio de las *stock options*, mirado desde otro punto de vista, también ha sido considerado una desventaja porque se dice que los trabajadores nunca estarán

seguros si llegaran a concretizar su derecho de opción sobre dichas acciones; sólo la ejercerán si es que las acciones han aumentado su valor.

Si bien se presenta a la generalidad de los participantes de la empresa, en realidad **no se otorga a todos los trabajadores**, debido en parte a dos cosas, primero a que no todos poseen la capacidad adquisitiva para poder comprar las acciones; y en segundo lugar a que la empresa puede estar interesada en otorgarla sólo a los trabajadores clave (desde la óptica de los directivos de las empresas).

Todo el proceso de otorgar *stock options* debe hacerse dentro de un marco de **transparencia**, desde la cotización de las acciones, hasta el otorgamiento de las mismas. De lo contrario puede suceder algo similar a lo que pasó con las acciones emitidas por Telefónica España en el año '99, cuando se planeó el otorgamiento de *Stock Options*, de las que finalmente el único beneficiario fue el presidente de dicha compañía.

Los planes de compensación a ejecutivos realizados sin la transparencia debida, pasan de ser una vía de solución a los problemas de agencia, a transformarse en su origen mismo. De más está decir que esto sería una consecuencia completamente indeseable y hasta absurda.

### **3.5 Ventajas de las Stock Options.**

Con las stock options se beneficia **sólo a los trabajadores de la empresa**, es decir con las personas con las que previamente se ha realizado un contrato de trabajo, nunca a terceros o extraños, por lo que se reviste de un mayor compromiso entre quienes lo pactan.

Se hace partícipes a los trabajadores de la propiedad de la empresa, por ello podemos considerarlas como la **máxima forma de cogestión empresarial**. Los trabajadores al convertirse en accionistas de la empresa, son dueños de ella, por lo que defenderán los intereses de ésta.

Tiene una **finalidad compensatoria y retributiva de largo plazo**, porque le otorga a los trabajadores el beneficio de poder adquirir acciones de la compañía donde laboran a un precio preferente; pero para que esa margen sea lucrativo deben hacer todo lo posible para que las acciones que se transan en el mercado suban de valor.

Acopla y **fideliza** al trabajador con los objetivos de la empresa, pues para que los ejecutivos vean hechos realidad los beneficios que otorgan las stock options deben estar “del mismo lado”, minimizándose de ésta manera los costos de agencia.

Crea un clima de **estabilidad laboral** dentro de las empresas. Los trabajadores al estar comprometidos con la empresa a través de estos contratos de opción, a lo menos hasta que se ejecuten los contratos de opción y después de ello, mientras sigan siendo accionistas, estarán acoplados a la suerte de la empresa. De modo tal que la empresa podrá contar con ellos por un nada despreciable período de tiempo.

Sin duda la principal ventaja de las stock options, es la de ser un **incentivo laboral** para los trabajadores quienes pueden hacer realidad el sueño de pasar de ser meros terceros dentro de la empresa, a ser propietarios de un cierto número de acciones de la empresa en la que se desempeñan, lo que les generará derechos (como accionistas), y motivación a nivel personal.

#### 4 LAS STOCK OPTIONS EN CHILE.

La incorporación de los planes de incentivo a trabajadores, a nuestro Ordenamiento Jurídico ha sido paulatino y ha requerido de una serie de ampliaciones, precisiones y ajustes. Es posible por ello distinguir diversos períodos normativos, a saber:

- **Norma de Carácter General N° 99**, de la SVS, del 10 de Agosto de 2000.
- **Ley 19.705** “Regula la oferta pública de adquisición de acciones (OPAS) y establece régimen de gobiernos corporativos” publicada en el Diario Oficial el 20 de diciembre de 2000.
- **Ley 20.382** “Introduce perfeccionamientos a la normativa que regula los Gobiernos Corporativos de las empresas” publicada en el Diario Oficial el 10 de octubre de 2009.
- **Norma de Carácter General N° 345**, de la SVS, de 18 de abril de 2013.

##### 4.1 Regulación aplicable a la implementación de Stock options por Sociedades Anónimas nacionales.

La discusión acerca de la importancia del buen funcionamiento de los gobiernos corporativos, se instaló en Chile alrededor del año ‘97, en gran parte a raíz del proceso de adquisición del grupo ENERSIS-ENDESA por parte de ENERSIS España, caso emblemático, más conocido como “*El Caso Chispas*”<sup>25</sup>. Los significativos montos involucrados en la negociación y la conmoción pública que produjo la diferencia de precio de las acciones que obtuvieron los controladores, respecto de los minoritarios, llevaron a que la autoridad sometiera a la justicia la acusación de incorrecta práctica de gobierno corporativo por parte de los ex controladores, quienes fueron acusados de haber faltado al deber de lealtad respecto de los accionistas minoritarios de la compañía. La polémica disputa judicial que siguió, puso en el tapete el tema de los deberes de los directores, los

---

<sup>25</sup> Al respecto véase: LEFORT, Fernando y WIGODSKI, Teodoro. *Una mirada al Gobierno Corporativo en Chile...* ob.cit.

derechos de los accionistas y el rol de la autoridad económica en nuestros mercados de capitales.

Poco tiempo después, en el año 2000, y en parte como reacción a la polémica suscitada por el caso Chispas, se aprobó una reforma a la Ley 18.046 de 1981, sobre Sociedades Anónimas (en adelante LSA); ésta primera modernización a nuestro sistema de gobiernos corporativos está contenida en la Ley 19.705 de 2000, más conocida como la Ley de OPAS.

Como parte de este titánico plan de actualización de nuestro mercado de capitales y de los gobiernos corporativos, se introdujeron a nuestro Ordenamiento Jurídico las *stock options*, también conocidas como *Planes de Incentivo para Trabajadores*, a partir del nombre que la misma ley les dio. El Ministro de Hacienda de la época don Nicolás Eyzaguirre Guzmán, a propósito de una presentación suya, titulada: “Sobre el estado de la Hacienda Pública”, recalcó la importancia de esta institución como sigue: “*se entrega a las empresas que cotizan públicamente sus valores la facultad para que utilicen esquemas de remuneraciones ampliamente difundidos en otros países, y que han sido claves en el desarrollo de la nueva economía. En particular, la existencia de las Stock Options facilitará el acceso a la propiedad de las empresas por parte de sus empleados, alineando de mejor forma los intereses entre los distintos agentes involucrados en el buen desempeño de las empresas*”<sup>26</sup>

Las modificaciones introducidas a la LSA, por la Ley de OPAS permitieron que las sociedades anónimas abiertas, pudiesen implementar planes de incentivos a sus trabajadores, ya sean de la matriz, o de sus filiales.

El paquete accionario destinado a las stock options podrá provenir de un aumento de capital de la sociedad, en los términos del art 24 inciso 3° de la LSA; o como producto de la recompra de acciones de propia emisión, según lo dispone el artículo 27C del mismo cuerpo legal.

---

<sup>26</sup> EYZAGUIRRE Guzmán, Nicolás. *Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública*. Presentación del ministro de hacienda Sr. Nicolás Eyzaguirre Guzmán, Santiago de Chile, octubre de 2000.

#### **4.1.1 Implementación a través de un aumento de capital, de una sociedad anónima.**

Como se dijo, una de las formas y tal vez la más usada, de implementar planes de incentivos a trabajadores es formar un paquete accionario exclusivamente destinado a este efecto, a partir de un aumento del capital social. Esta materia está tratada por el artículo 24, en sus incisos tercero, cuarto y final, incorporados todos ellos a la LSA por la Ley 19.705 el año 2000. Posteriormente, este articulado fue objeto de importantes modificaciones con la entrada en vigencia de la ley 20.382 del año 2009, situaciones todas ellas que entraremos a analizar en detalle, a continuación.

##### **1) Ámbito de aplicación.**

Debemos en primer lugar, recalcar que la opción de implementar stock options a través de un aumento de capital, quedó en un principio circunscrita exclusivamente a las sociedades anónimas abiertas. El artículo 24 inciso 3° de la Ley 19.705, en su primera parte, era claro en señalar: "*En los aumentos de capital de una **sociedad anónima abierta***". Recién en 2009 la Ley 20.382, vino a abrir la posibilidad de que las Sociedades Anónimas Cerradas, diseñaran y ejecutaran planes de compensación para sus trabajadores.

La ley 20.190 incorporó a nuestra legislación un nuevo tipo social: las Sociedades por Acciones (SpA)<sup>27</sup>, que se rigen supletoriamente, según lo preceptuado por el artículo 424 del Código de Comercio, por las normas aplicables a las SAC. De manera tal, que en todo aquello que los estatutos de una SpA no dispongan algo diferente, les será plenamente válida la regulación legal para los planes de incentivo que a atañe a las sociedades anónimas cerradas.

Visto desde la perspectiva de la Teoría de Agencia, las Sociedades anónimas Cerradas (SAC) y las sociedades por acciones (SpA), poseen usualmente una estructura interna en la que propiedad y la gestión, no están profundamente separadas, por lo que el costo de agencia en ellas se reduce considerablemente, así que podemos decir que si bien es un aporte que se haya ampliado la posibilidad de incentivar a los trabajadores de las SAC y por añadidura de las SpA, a través de stock options, no era en extremo necesario, máxime si

---

<sup>27</sup> Profundizaremos respecto de las posibilidades de implementación de stock options de la SpA, en un apartado especial, tratado más adelante.

consideramos a las stock options principalmente como un medio de corregir el problema de agencia. Sin embargo creemos que el legislador quiso poner el acento [un poco más político, que técnico para nuestro gusto] en aquella parte en que las stock options resultan ser modelo de cogestión empresarial.

## **2) Monto máximo.**

En segundo término, el **monto máximo** de acciones que se puede reservar para destinarlo a implementar planes de incentivo para trabajadores, era y es en la actualidad de un **10% del monto total del aumento**.

## **3) Derecho de suscripción preferente.**

Asimismo para blindar la institución que se estaba creando, la ley fue enfática al momento de garantizar que los montos destinados a los planes de compensación realmente fueran destinados a los trabajadores, para ello señaló en forma expresa en el mismo **artículo 24 inciso 3° en su parte final** que: *“En esta parte [en el 10% destinado a stock options], los accionistas no gozarán de la opción preferente a que se refiere el artículo siguiente [el artículo 25 de la LSA consagra el derecho de suscripción preferente]”*.

## **4) Posibilidad de Acrecimiento.**

Este monto máximo del 10% respecto del total del aumento de capital, era sin embargo, **ampliable en el saldo no suscrito por los accionistas**, una vez ejercido o renunciado su derecho de suscripción preferente. Esto con la condición de haber sido previamente aprobado este acrecimiento por la **Junta de Accionistas**, según lo preceptuaba el mismo **artículo 24, en su inciso 4°**: *“si los accionistas no ejercieren su derecho preferente a suscribir en todo o parte las restantes acciones, el saldo no suscrito podrá igualmente ser destinado a planes de compensación de dichos trabajadores, si así lo hubiere acordado la junta de accionistas.”*.

El derecho de suscripción preferente, es al tenor del artículo 25 inciso 2° *“esencialmente renunciable y transferible”*, de manera tal que es perfectamente posible que un accionista o grupos de accionistas pudieran renunciar a su derecho de suscripción preferente a favor del plan de incentivos; de modo aumentarlo.

Ahora bien, en nuestra opinión es muy importante destacar que esta situación generaba problemas de agencia, en vez de resolverlos, porque vinculaba a los ejecutivos principales o clave de la compañía, con el controlador o con ciertos grupos de accionistas, aquellos que hubiesen renunciado a su derecho de suscripción preferente a favor del plan de *stock options*. De modo de precaver conflictos y dar transparencia, la ley en el artículo 24 inciso 4° parte final, requería que para realizar éste aumento del plan sobre el saldo no suscrito, del **acuerdo de la Junta** de Accionistas.

Un buen ejemplo de haberse utilizado este sistema es del año 2001 cuando **Banco de Crédito e Inversiones**, realizó un aumento de capital por \$12 (doce) mil millones de pesos ocasión en la que se reservó el 10% para sus empleados [el máximo permitido por la ley] además de un porcentaje adicional que se originó a partir de la renuncia del socio mayoritario [Empresas Juan Yarur SAC] a su derecho de suscripción preferente, con lo que se puso a disposición de los trabajadores del BCI aproximadamente \$7 (siete) mil millones de pesos en acciones de la entidad para la que laboran, lo que significó finalmente que un monto del 58% respecto del total del aumento del capital del Banco, se destinara a ser ofrecidos a sus propios trabajadores.<sup>28</sup>

La ley 20.382 de 2009, vino a modificar sustantivamente la manera en que podía realizarse el acrecimiento de ese 10% destinado a planes de compensación a trabajadores. Como primera modificación relevante, la ley amplió la posibilidad de implementar planes de stock options a todas las sociedades anónimas, es decir incluyó a las Sociedades Anónimas Cerradas (SAC), y por aplicación del artículo 424 del Código de Comercio, también a las Sociedades por Acciones (SpA).

Como segundo asunto, y muy relevante, modificó completamente la manera en que las Sociedades Anónimas Abiertas, realizarían el acrecimiento. Recordemos que la posibilidad de acrecer el límite del 10% se hacía sobre el saldo no suscrito por los accionistas, una vez ejercido o renunciado su derecho de suscripción preferente, previo acuerdo de la Junta de Accionistas. A partir de la entrada en vigencia de la Ley 20.382, la

---

<sup>28</sup> *BCI y stock options: Esbozos de un capitalismo popular. El Mercurio*, Santiago de Chile, 6 mayo, 2001. Cuerpo B: Economía y Negocios.

posibilidad de acrecimiento sobre ese 10% debe realizarse a prorrata de la cantidad de acciones que hayan sido efectivamente suscritas, excluyendo para este cálculo las acciones originalmente destinadas al plan de compensación (10%). Así lo expone el artículo 24 inciso 3° parte final: *“En las sociedades anónimas abiertas, las acciones destinadas a los planes de compensación mencionados sólo podrán ser ofrecidas a los trabajadores a prorrata de la cantidad de acciones del respectivo aumento de capital, en la parte no reservada para tales fines, que sean efectivamente suscritas”*.

Agradecemos, la modificación realizada al proyecto originalmente presentado por el Ejecutivo que según consta en la Historia Fidedigna de la Ley 20.382, se hizo en la Comisión de Hacienda del Senado, donde se constata la exigencia de que la proporción se calculara en base a las acciones *“efectivamente suscritas y pagadas”*<sup>29</sup>, lo que habría hecho por completo inoperante el sistema.

Finalmente, nos parece que nada obsta a que las sociedades anónimas cerradas, realicen un acrecimiento idéntico o más amplio, que el que la ley permite para las sociedades anónimas abiertas, caso en el cual deberán estipularlo en sus estatutos propios vía pacto de accionistas.

##### **5) Plazo.**

No es menos importante recordar que esta norma está inserta dentro del artículo 24 *“original”* [por llamarlo de alguna manera] norma que consagraba la reducción *ipso iure* del capital social, al monto de las acciones que se hayan efectivamente pagado, una vez transcurridos los tres años desde la celebración de la Junta que autorizó el respectivo aumento. Es en este contexto que la Ley de OPAS, extiende el plazo para emitir, suscribir y pagar las acciones que tiene por destino las stock options, a **cinco años**<sup>30</sup>. De manera tal que el sistema fuera coherente con una de las principales características de las stock options

---

<sup>29</sup> HISTORIA DE LA LEY N° 20.382. *Introduce perfeccionamientos a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas.*[online] Biblioteca del Congreso Nacional de Chile, 20 de octubre de 2009 [fecha de consulta: 11/12/2013] Disponible en: <http://www.leychile.cl>. 24 p.

<sup>30</sup> **Artículo 24 inciso final LSA:** *“El plazo para suscribir y pagar las acciones por parte de los trabajadores dentro de un plan de compensación podrá extenderse hasta por cinco años, contado desde el acuerdo de la junta de accionistas respectiva.”*.

que es ser estímulos laborales de largo plazo. Además porque debe existir un período de tiempo adecuado y suficiente, entre que se firma el contrato de opción y la ejecución de ésta, que se concreta en la adquisición de la acciones por parte del trabajador; coherente con la característica antes dicha.

El plazo para emitir, suscribir y pagar las acciones destinadas a planes de incentivo de trabajadores, como la misma norma señala, debe computarse “*desde el acuerdo de la junta de accionistas respectiva*”, es decir, desde la Junta Extraordinaria de Accionistas que aprueba el aumento de capital.

#### **4.1.2 Implementación a través de la recompra de acciones de propia emisión.**

La Ley 19.705, incorporó al artículo 27 de la LSA el numerando 4), y a continuación de éste, los artículos 27A a 27D, con lo que otorgó la posibilidad para las sociedades anónimas abiertas que tuvieren presencia bursátil, de adquirir acciones de propia emisión para destinarlas a planes de compensación para sus trabajadores.

Antes que nada debemos recordar que el principio general llamado “de la conservación del capital social” indica que le está prohibido a la sociedad adquirir y mantener acciones de su propia emisión. Las excepciones a este principio son las señaladas en los numerando 1) caso del derecho a retiro, 2) caso de la fusión por absorción y 3) caso de la disminución de capital cuando el valor par de la acción sea inferior al valor de rescate; del art 27 de la LSA.

Ahora bien, las acciones adquiridas como resultado de ejercerse el derecho a retiro, o las provenientes de una fusión por absorción, cuando la absorbente era dueña de un porcentaje de la sociedad absorbida, deben enajenarse en un **plazo de un año** a contar de su adquisición, de no ser así el capital quedará disminuido de pleno derecho.

Las acciones que se mantienen en cartera, mientras se mantengan en esta situación, no se computan para los quórum en las juntas de accionistas, no tienen derecho a voto, ni a dividendo y tampoco derecho a suscripción preferente. Además para enajenarlas debe cumplirse con la oferta de suscripción preferente que asiste a los accionistas.

La ley de OPAS al incorporar el numerando 4), agregó un nuevo escenario de excepción al principio de conservación del capital. La redacción de la norma quedó como sigue: “**Artículo 27:** *Las sociedades anónimas sólo podrán adquirir y poseer acciones de su propia emisión cuando la adquisición: [...] 4) Permita cumplir un **acuerdo de la Junta Extraordinaria de Accionistas** para la adquisición de acciones de su propia emisión, en las condiciones establecidas en los artículos 27 a 27D.*”

La adquisición de acciones de propia emisión exige el cumplimiento de una serie de requisitos copulativos, a saber:

### **1. Presencia bursátil de la acción.**

Los planes de recompra, sólo pueden ser hechos por sociedades anónimas cuyos valores tengan **transacción o presencia bursátil**. El artículo 27B inciso 4° y final, indica que “*La Superintendencia determinará mediante instrucciones de general aplicación, las condiciones mínimas que deberán reunir las acciones para ser consideradas de transacción bursátil*”.

En respuesta a este mandato legal, la Superintendencia formuló el 17 de enero de 2012 la NCG N°327, que indica: “Se considerarán valores de **presencia bursátil** aquellas que, a la fecha de efectuar la determinación” [cumplan los siguientes requisitos]:

- ser valores inscritos en el Registro de Valores que lleva esta Superintendencia,
- estar registrados en una bolsa de valores de Chile, y
- Cumplan **a lo menos uno** de los siguientes requisitos:
  - Tener una **presencia ajustada** igual o superior al 25%.

La **presencia ajustada de una acción** se determina de la siguiente forma: “*dentro de los últimos 180 días hábiles bursátiles, anteriores al día a que se refiere el cálculo, se determinará el número de días en que las transacciones bursátiles totales diarias hayan alcanzado un monto mínimo por el equivalente en*

*pesos a 1.000<sup>31</sup> unidades de fomento. Dicho número será dividido por ciento ochenta, y el cuociente así resultante se multiplicará por cien, quedando expresado en porcentaje.”*

- Contar con un **“Market Maker”**, en los términos y condiciones establecidos en la presente Norma.

Se entenderá que un valor cuenta con *“market maker”*, en la medida que el emisor de los valores haya suscrito un contrato, con al menos un corredor de bolsa, que cumpla con las condiciones establecidas al efecto por la NCG N° 327 de la SVS.

A modo de requisito mínimo y con carácter de general, la misma ley aclara, en el artículo 27B inciso final que en cualquier caso, como resultado de aplicarse estas Normas de Carácter General, no pueden resultar excluidas aquellas *“sociedades en las cuales pudiere invertir un fondo mutuo.”*

2. Requiere del acuerdo de la **junta extraordinaria** de accionistas por los **dos tercios** de las acciones emitidas con derecho a voto.

La junta deberá pronunciarse a lo menos respecto de:

- (a) el monto o porcentaje máximo a adquirir,
- (b) el objetivo [en este caso implementar un plan de compensación a trabajadores] y la duración del programa de recompra.

En cualquier caso la **duración del programa** aprobado por la junta extraordinaria **no podrá ser superior a cinco años**, debemos recordar al respecto que antes de la reforma de la ley 20.382, el plazo era de tres años.

Recordemos que una vez adquiridas las acciones, la sociedad tendrá un término de 24 meses para enajenarlas, so pena de disminuirse el capital de pleno derecho una vez transcurrido dicho plazo. Sin embargo, cuando las acciones en cartera tengan por finalidad

---

<sup>31</sup> La NCG N°103 de 2001 de la SVS, exigía una transacción bursátil mínima diaria de 200 UF.

un plan de compensación para los trabajadores de la sociedad, este plazo puede extenderse **hasta por 5 años**.

(c) así como del precio mínimo y máximo a pagar por las acciones respectivas, [materia que la junta podrá delegar en el directorio].

**3. El monto máximo de la adquisición** será hasta por el monto de las **utilidades retenidas**; y en cualquier caso “ninguna sociedad anónima podrá mantener en cartera acciones de su propia emisión representativas de un monto superior al **5% de sus acciones suscritas y pagadas**<sup>32</sup>”.

**4.** En caso de que la sociedad posea series de acciones, la oferta de adquisición deberá hacerse a prorrata del número de acciones de cada serie, que tenga transacción bursátil.

**5.** Sólo pueden adquirirse acciones de la sociedad que estén totalmente pagadas y libres de todo gravamen o prohibición.

Una vez cumplidos los requisitos copulativos señalados, la compra de acciones de propia emisión deberá realizarse, por alguna de las siguientes vías:

(a) en bolsa de valores, a prorrata de las acciones recibidas y si resultante de ello quedare un saldo, este podrá adquirirse directamente “*en rueda*”.

(b) directamente “*en rueda*”, y sin prorrateo, cuando se cumpla que:

- 1) el monto a adquirir no puede superar el 1% del capital accionario,
- 2) la adquisición debe realizarse dentro de un plazo máximo de 12 meses, y
- 3) el directorio debe contar con la autorización de la Junta de Accionistas.

En cualquiera de los casos anteriores en que se adquiriera “*en rueda*”, ya sea para adquirir el saldo faltante posterior a la adquisición “*en bolsa*”, o aquella que cumpliendo con los requisitos indicados se compre directamente “*en rueda*”, **el monto de las operaciones que se realicen dentro de un mismo día no podrá exceder el 25% del**

---

<sup>32</sup> **Si hubiesen excesos por sobre el máximo del 5% permitido:** “*Los excesos producidos deberán ser enajenados en el término de 90 días, contado a partir de la fecha de la adquisición que hubiere dado origen al exceso, sin perjuicio de la responsabilidad que le cupiera a los directores y al gerente de la sociedad*”.

**volumen promedio** de transacción diario, en bolsas nacionales o extranjeras según sea el caso, calculado en base al movimiento bursátil de los 90 días anteriores a aquel en que se procederá a la recompra.

(c) a través de una Oferta Pública de Acciones (OPA<sup>33</sup>), que se regirá por el Título XXV de la LMV.

La ley es taxativa en señalar que las acciones adquiridas deben ser enajenas en un plazo fatal de 24 meses, este plazo se extiende hasta por 5 años para los casos de implementar planes de stock options, período tras el cual el capital disminuirá de pleno derecho. Esta última es una importantísima modificación hecha por la ley 24.382, ya que antes de ella, el plazo para enajenar las acciones en cartera, fueran o no parte de un plan de incentivos, era de 24 meses, plazo demasiado estrecho para implementar efectivamente planes stock options que son por su naturaleza proyectos de largo aliento. A mayor abundamiento, no nos fue posible encontrar indicio alguno de haberse utilizado esta modalidad [es decir, procediendo por la vía de la recompra antes de la reseñada modificación, es decir entre los años 2000 y 2009.

Es del caso recalcar además que la enajenación de acciones mantenidas en cartera, debe ser hecha respetando el derecho de suscripción preferente, salvo que la enajenación se enmarque en un plan de compensación a trabajadores de la sociedad.

Si la adquisición, posesión y posterior enajenación de acciones propias, fuera realizada por una institución bancaria, deben cumplirse adicionalmente con las exigencias del artículo 27D, a saber:

(a) el valor de las acciones en cartera debe sustraerse del capital básico o de reserva,

(b) no podrá adquirirse acciones de propia emisión, si como consecuencia de ello se transgredieren los límites legales exigidos para calcular el capital efectivo (8% de sus

---

<sup>33</sup> **Artículo 198 LMV.-** “Se entenderá que *oferta pública de adquisición de acciones* es aquella que se formula para adquirir acciones de sociedades anónimas que hagan oferta pública de sus acciones o valores convertibles en ellas, que por cualquier medio ofrezcan a los accionistas de aquéllas adquirir sus títulos en condiciones que permitan al oferente alcanzar un cierto porcentaje de la sociedad y en un plazo determinado.”

activos ponderados por riesgo, neto de provisiones exigidas) o para computar el capital básico (3% de los activos totales del banco, neto de provisiones exigidas),

(c) se debe solicitar la autorización de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).

Durante el mes de Agosto de 2013 pudimos ser testigos de la implementación de un plan de stock options por la vía de la recompra; cuando la Junta Extraordinaria de Accionistas, del gigante del *retail* nacional Falabella aprobó un plan de recompra de acciones de propia emisión que destinará a compensaciones a ejecutivos. El plan comprende un total de 18 millones de acciones, y tendrá una duración de cinco años.<sup>34</sup>

---

<sup>34</sup> *Falabella aprueba recompra de acciones*. [online] Diario Financiero Online. 20 Agosto 2013 [consulta: 22 noviembre 2013] Disponible en: < [http://w2.df.cl/falabella-aprueba-recompra-de-acciones/prontus\\_df/2013-08-27/214406.html](http://w2.df.cl/falabella-aprueba-recompra-de-acciones/prontus_df/2013-08-27/214406.html) >

## **4.2 Regulación aplicable a la implementación de stock options efectuada por sociedades por acciones (SpA).**

Las Sociedades por Acciones, más conocidas por la sigla SpA, fueron introducidas el año 2008 por la ley 20.190. Podemos encontrar las normas que las regulan en los artículos 426 a 446, ambos inclusive, de nuestro Código de Comercio.

El legislador las creó con la finalidad de ser un vehículo flexible para las medianas inversiones de capital de riesgo, y como alternativa a las sociedades anónimas cerradas cuya estructura la más de las veces, resulta ser demasiado rígida y costosa.

La propia ley las define en el artículo 424 del Código de Comercio, como *“una persona jurídica creada por una o más personas mediante un acto de constitución perfeccionado de acuerdo con los preceptos que siguientes, cuya participación en el capital social es representado por acciones”*

### **4.2.1 Normativa aplicable.**

Es del caso señalar que le son aplicables las siguientes normas, en estricto orden de prelación:

En primer lugar por supuesto por las reglas contenidas en los artículos **426 a 446 del Código de Comercio**.

En segundo, se ajustan **a lo estipulado libremente en los estatutos de la sociedad**, y es tal vez ésta, su característica esencial, en el sentido que los estatutos pueden regular un sinnúmero de materias, entre ellas: disponer libremente del régimen de administración, regular el funcionamiento y atribuciones de la junta de accionistas y otras muchas materias que en el caso de las sociedades anónimas cerradas sólo era posible regular vía pacto de accionistas<sup>35</sup>.

---

<sup>35</sup> **Artículo 424 inciso 2do, primera parte Código de Comercio:** *“La Sociedad tendrá un estatuto social en el cual se establecerán los derechos y obligaciones de los accionistas, el régimen de su administración y los demás pactos que, salvo por lo dispuesto en éste Párrafo, podrán ser establecidos libremente (...)”*

En tercer término, y al tenor del artículo 424 inciso 2<sup>do</sup>, parte final del Código de Comercio: “*En silencio del estatuto social y de las disposiciones de este párrafo, la sociedad se regirá supletoriamente y sólo en aquello que no se contraponga con su naturaleza, por las normas aplicables a las sociedades anónimas cerradas*”. Asunto que como veremos, es de crucial importancia respecto de la implementación de planes de compensación para trabajadores, ya que en todos los casos en que el estatuto social no disponga algo diverso, las normas contenidas en el artículo 24 inciso 3<sup>ro</sup> del la LSA, sobre implementación de stock options vía aumento de capital, les serán plenamente aplicables.

Además, por supuesto, les son aplicables de modo subsidiario las normas generales que reglan a toda sociedad de objeto mercantil, contenidas en el Código de Comercio.

#### **4.2.2 Algunas notas características de las sociedades por acciones.**

No es el objetivo de esta investigación, detallar las características de las SpA, de modo tal que resaltaremos solamente aquellas que le son esenciales, y aquellas que sean más relevantes para la reflexión que nos convoca. Inmediatamente después ahondaremos en las amplias posibilidades de implementación de stock options que es posible obtener a partir de esta estructura societaria, gracias principalmente a la maleabilidad que las caracteriza.

Como dijimos, la SpA, es un tipo societario extremadamente flexible, y creativo, donde reluce el Principio de Autonomía de la Voluntad. Tanto es así, que pueden estar todas las acciones de una SpA en manos de una sola persona, sin que esto provoque su disolución<sup>36</sup>. En concordancia con lo anterior, la manera en que se administra una SpA, queda al libre arbitrio de lo que se disponga en el estatuto social, ya sea con uno o varios administradores individuales o colectivos, con o sin directorio, con administradores o gerentes simultáneos o subrogantes unos de otros. La única exigencia legal es que la institucionalidad del órgano administrador, aunque sea un administrador único, debe figurar en los estatutos de la sociedad y desde luego, en la escritura de constitución.

Es posible incorporar en los estatutos sociales, materias tales como el *first refusal* (la primera opción de venta), el pacto de *tag along* (pacto de obligación de vender con los

---

<sup>36</sup> Artículo 444 del Código de Comercio, en relación con el Artículo 424 del mismo cuerpo legal.

accionistas minoritarios); los pactos de designación de administradores en forma distinta a la supletoria legal, y una cláusula muy interesante en términos de lo que a planes de compensación a ejecutivos se refiere, es aquella conocida como *buyback right*<sup>37</sup>, que establece que ante determinadas circunstancias un accionista debe enajenar sus acciones obligatoriamente a la sociedad o a sus accionistas, como puede ser el caso de acciones de ejecutivos clave de la compañía, cuando estos se retiran.

Se permite la creación y emisión de acciones por la administración, lo que es bastante común en el derecho estadounidense, pero una rareza en nuestro derecho nacional. También establecer estatutariamente límites mínimos o máximos de acciones que puede tener una misma persona directa o indirectamente y además da mayor flexibilidad al régimen de adquisición de acciones por la propia sociedad emisora<sup>38</sup>.

El derecho de suscripción preferente de acciones de nueva emisión ya no es de la esencia, si no meramente accidental en la SpA. Debe ser expresamente pactado, y no sólo para las acciones, sino también para los bonos convertibles<sup>39</sup>.

También es posible regular el funcionamiento, frecuencia, poderes, asistencia a distancia y materias de las juntas de accionistas.

Respecto de los quórum, para abordar materias tales como la transformación, división, y fusión de la sociedad, la disolución anticipada, la emisión de bonos convertibles; la modificación de las facultades de administración; la enajenación de activos determinantes; la creación de preferencias, etc.. Como la ley nada dice debe entenderse que el artículo 67 de la LSA cobra plena vigencia, de modo tal que se requerirá de los 2/3 de las acciones emitidas con derecho a voto.

Respecto a esto último debemos indicar otra novedad de las SpA, esto es que las acciones de una SpA cuyo valor no se encuentre totalmente pagado, no gozarán de derecho

---

<sup>37</sup> Artículo 435 inciso 2° del Código de Comercio.

<sup>38</sup> Artículo 438 inciso final del Código de Comercio.

<sup>39</sup> Artículo 439 Código de Comercio.

alguno, ni aún de derechos políticos. En las sociedades anónimas en cambio, salvo disposición especial de sus estatutos, las acciones no pagadas sólo privan al accionista del derecho a dividendo y del derecho a restitución del aporte y sólo en la proporción no pagada<sup>40</sup>, pero no de sus derechos políticos. De tal manera que el accionista de una SpA que no ha enterado su aporte, queda completamente excluido de la toma de decisiones, a menos que los estatutos hayan dispuesto una regla diversa.

Adicionalmente es posible crear un sistema absolutamente original en materia de control de la administración. No es necesario que existan ni los inspectores de cuentas, ni los auditores externos independientes, sin perjuicio de que tampoco esté prohibido acoger dicha normativa de las sociedades anónimas cerradas.

#### 4.2.2.1 Aumentos de capital.

El capital de una SpA puede ser aumentado por la junta de accionistas igual que en las sociedades anónimas, pero también pueden hacerlo los administradores de la sociedad, siempre que los estatutos los autoricen a ello.

Esta autorización puede ser general, esto es, que el directorio u otro órgano o persona que haga las veces de administrador, pueda en cualquier momento aumentar el capital; o limitada, esto es, fijada circunstanciadamente en los estatutos en cuanto a montos. También puede ser temporal, es decir una facultad que sólo se puede ejercer en un determinado período de tiempo, o permanente, como una facultad que puede ejercerse durante toda la vida de la sociedad.

Por supuesto que el aumento de capital, aunque sea impulsado por la administración de la sociedad, es materia de una reforma de estatutos y por ello sólo puede ser acordada en junta de accionistas o mediante instrumento otorgado por todos los accionistas. Esta última también es una novedad de la SpA, ya que se permite a los accionistas tomar acuerdos en junta, como tradicionalmente se hace en las sociedades anónimas o por medio de suscribir todos ellos, un instrumento privado protocolizado que contenga el acuerdo.

---

<sup>40</sup> Artículo 16 LSA.

#### 4.2.2.2 El derecho de suscripción preferente.

A diferencia de lo que ocurre con las sociedades anónimas, los accionistas de una SpA, no gozan del derecho de suscripción preferente, a menos que el estatuto social lo señale expresamente<sup>41</sup>. Y aunque los estatutos señalaren que los accionistas gozan del derecho de suscripción preferente, entran a jugar las normas supletorias, que disponen que en una sociedad anónima respecto de las acciones destinadas a stock options los accionistas no gozan del derecho de suscripción preferente.

#### 4.2.2.3 La administración de una SpA.

A menos que los estatutos dispongan otra cosa la SpA debe ser administrada por un directorio de tres miembros, pues ello surge de la aplicación supletoria de las normas de las sociedades anónimas cerradas a las SpA<sup>42</sup>.

La novedad está en que los estatutos de una SpA pueden establecer el régimen de administración que más les parezca o les acomode. Se pueden fijar formas de administración unipersonal, bipersonal, orgánica o no. Incluso se pueden distribuir los poderes entre la junta de accionistas y la administración. Por supuesto nada impide que la administración se confíe a una o varias personas jurídicas. Se puede dotar del carácter de irrevocable a todos o alguno de los administradores y admitir su renovación (si fueran varios) por parcialidades. Es posible fijarles plazos indefinidos para el ejercicio de la función, así como es posible que deban ser elegidos por voto acumulativo o de bloque o por otra forma de votación que fijen los estatutos.

#### 4.2.2.4 Las Juntas de Accionistas.

Respecto de las Juntas de Accionistas, habrá que estarse a los que libremente se haya dispuesto en los estatutos. En el silencio de los estatutos, las juntas de accionistas deben ajustarse a las normas de las sociedades anónimas cerradas. Con las salvedades que el legislador dispuso de manera de flexibilizar la toma de acuerdos, a saber:

---

<sup>41</sup> Artículo 439 inciso 1° y 2° del Código de Comercio.

<sup>42</sup> Artículo 424 del Código de Comercio, en relación con los artículos 31 y 40 de la LSA.

Para modificar los estatutos el acta de la junta puede ser reducida a escritura pública o protocolizada, a elección de la sociedad, es decir no hace falta que siempre sea una escritura pública.

La ley exime a esta sociedad de la necesidad de junta para modificar los estatutos si la totalidad de los accionistas suscriben la escritura pública o el instrumento protocolizado de la modificación. Sólo debe hacerse un extracto de este documento, que se inscribe y publica dentro del plazo fatal de un mes contado desde el otorgamiento del documento.

#### **4.2.3 Las *stock options* en la SpA.**

Como consecuencia de la estructura propia de una SpA, debemos antes que nada, señalar que es posible implementar planes de compensación a ejecutivos, siempre que los estatutos no lo prohíban. En segundo lugar, debemos estarnos a lo que disponen los estatutos al efecto. No está demás decir que pueden fijar los porcentajes, los plazos y los quórum de aprobación que estimen más convenientes a sus objetivos sociales.

En último término, en silencio de los estatutos, cobrará plena vigencia el marco normativo legal que rige la implementación de stock option para las sociedades anónimas cerradas, por aplicación del artículo 424 inciso final, parte final del Código de Comercio, en relación con el artículo 24 inciso 3° de la LSA.

##### 4.2.3.1 Implementación de *stock options* en una SpA, por la vía del aumento de capital.

Recordemos que cuando las sociedades anónimas implementan *stock options* por la vía del aumento de capital, estos planes de incentivo no pueden significar más de un 10% del total del aumento. En las SpA en cambio, es perfectamente posible y lícito, que sus estatutos le permitan fijar un porcentaje menor, o uno mayor, a ése 10%.

También es posible que los estatutos dispongan la posibilidad de acrecer por sobre el monto previamente fijado para stock options, sobre el saldo restante del aumento, bajo las condiciones que estimen necesarias y convenientes.

Incluso podría estipularse que se hagan aumentos de capital exclusivos, en que el 100% de las acciones emitidas se destinen a los trabajadores como parte de políticas de incentivo.

Finalmente también es posible que la Junta de Accionistas delegara este conjunto de facultades a la administración. Asunto a todas luces peligrosísimo, principalmente si tenemos en cuenta todo lo que hemos expuesto respecto de los problemas de agencia.

Ahora bien, no está demás decir, que si los estatutos de la SpA nada dicen respecto de las *stock options*, el artículo 24 inciso 3° de la LSA cobrará plena vigencia (es decir las normas aplicables a las sociedades anónimas cerradas). Tanto en lo que respecta a los montos máximos, como a la posibilidad de acrecer en el saldo no suscrito.

#### 4.2.3.2 Una “tercera vía” de implementación de stock options.

Las normas que regulan la tenencia de acciones propias en una SpA, son bastante flexibles, porque el estatuto podría permitir un plazo de mantención de acciones en cartera superior al supletorio legal de un año, de manera de dar cabida a planes de más largo plazo como son los planes de stock options.

Este aumento del plazo, por ejemplo a 5 (cinco) años, asociado a otras disposiciones estatutarias que *“pueden establecer que bajo determinadas circunstancias se pueda exigir la venta de las acciones a todos o parte de los accionistas, sea a favor de otro accionista, de la sociedad o de terceros”*<sup>43</sup>, nos otorgan una **“tercera vía”** de implementación de stock options, realizada mediante la adquisición por la sociedad de acciones de propia emisión. Esta salida nos permitiría incluso asociar un paquete accionario a uno o más cargos dentro de la empresa, de manera tal que por ejemplo se le otorgasen a quien hace las veces de gerente general, y éste a su vez al momento de cesar en el cargo, esté obligado a vendérselas a la sociedad, quién las puede nuevamente otorgar como incentivo laboral a la persona que reemplace en el cargo al anterior tenedor de dicho grupo de acciones. Lo que evita a la sociedad tener que realizar sucesivos aumentos de capital, muchísimo más complejo de realizar, que una simple cesión de acciones, cada vez que requiera un cierto número de acciones para vincular la gestión de los ejecutivos principales, o los que estime convenientes, a los resultados corporativos.

---

<sup>43</sup> Artículo 435 del Código de Comercio.

La vía de la recompra, en el sentido en que está permitida para una sociedad anónima abierta, no es posible de ejecutar, porque para ello se requeriría que las acciones estuvieran inscritas en el Registro de Valores que al efecto lleva la SVS, y ese sólo hecho obligaría a la transformación del tipo social.

### 4.3 Tabla comparativa.

AUMENTO DE CAPITAL			RECOMPRA DE ACCIONES
SpA	S.A. cerradas (SAC)	S. A. abiertas y especiales.	Sólo S.A. Abiertas con <i>presencia bursátil</i>
<b>Aprobación</b>	Debe estarse a lo que dispongan los estatutos, si nada dicen requiere del acuerdo de la Junta Extraordinaria de Accionistas por mayoría simple absoluta.	Requiere del acuerdo de la Junta Extraordinaria de Accionistas por mayoría simple absoluta.	Requiere del acuerdo de la Junta Extraordinaria de Accionistas por 2/3 de las acciones emitidas con derecho a voto.
<b>Monto máximo</b>	Los estatutos pueden señalar un monto inferior o superior al 10%, si los estatutos nada dicen será de un 10% del total aumento de capital.	Se puede reservar hasta un 10% del aumento de capital	Hasta por el monto de las utilidades retenidas, pero nunca más del 5% de las acciones de la sociedad que hayan sido efectivamente suscritas y pagadas

AUMENTO DE CAPITAL			RECOMPRA DE ACCIONES	
SpA	S.A. cerradas (SAC)	S. A. abiertas y especiales.	Sólo S.A. Abiertas con <i>presencia bursátil</i>	
Posibilidad de acrecimiento	Los estatutos pueden fijar un sistema propio de acrecimiento, o incluso prohibirlo. En cualquier caso si los estatutos no lo resuelven, se aplica la norma válida para las SAC, que es a su vez la que rige para las SAA.	La posibilidad de acrecimiento puede ser reglamentada en una forma más amplia que la supletoria legal vía pacto de accionistas.	A prorrata de la cantidad de acciones del respectivo aumento de capital, en la parte no reservada para tales fines, que sean efectivamente suscritas.	No existe
Plazo	Habrá que estarse al plazo que fijen los estatutos, si nada dicen será de 5 años.	5 años	5 años	5 años

#### **4.4 Regulación aplicable a la implementación de stock options por sociedades extranjeras en territorio chileno.**

##### **4.4.1 Norma de Carácter General N° 99 (10 de Agosto de 2000) de la Superintendencia de Valores y Seguros.**

Una primera aproximación de la legislación nacional a los planes de compensación para ejecutivos, podemos encontrarla en la Norma de Carácter General N° 99 de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) con fecha 10 de Agosto de 2000. La señalada institución, en uso de la facultad otorgada por el artículo 4° inciso segundo de la Ley de Mercado de Valores (LMV) de la época: “*La Superintendencia podrá, en caso de duda, determinar mediante resolución de carácter general si ciertos tipos de oferta de valores constituyen ofertas públicas*”<sup>44</sup>; y respondiendo según ésta misma expresa: “*ante reiteradas consultas que se le formulan*”<sup>45</sup>; concluyó que: “*cuando se trate de ofertas de suscripción o adquisición de acciones de una sociedad matriz o de alguna de sus sociedades filiales o coligadas, comprendiéndose tanto las coligadas que lo sean de la matriz o de las filiales, cuando sean dirigidas a los trabajadores de cualquiera de ellas, destinadas al cumplimiento de políticas de incentivos laborales no constituyen oferta pública de valores, que haga necesario cumplir con los requisitos de los artículos 5<sup>46</sup>, 6<sup>47</sup> y*

---

<sup>44</sup> El artículo 4 inciso 2° de la LMV fue substituido por el artículo 1°, N° 3, letra a) de la Ley 20.382, de 20 de octubre de 2009; como sigue: “*La Superintendencia, mediante norma de carácter general, podrá establecer que determinados tipos de ofertas de valores no constituyen ofertas públicas, en consideración al número y tipo de inversionistas a los cuales se dirigen, los medios a través de los cuales se comunican o materializan y el monto de los valores ofrecidos*”.

<sup>45</sup> NORMA DE CARÁCTER GENERAL N° 99. *Ofertas de suscripción y cesión de acciones que no constituyen Oferta Pública de valores*. Superintendencia de Valores y Seguros, Santiago, Chile, 10 Agosto de 2000. 2p.

<sup>46</sup> **Artículo 5 LMV (original de la época):** “*La Superintendencia llevará un Registro de Valores, el cual estará a disposición del público.*

*En el Registro de Valores se inscribirán:*

*a) Los emisores de valores de oferta pública;*

*b) Los valores que sean objeto de oferta pública;*

*c) Las acciones de las sociedades a que se refiere el inciso segundo del artículo 1° (originalmente el inciso 2° del art 1° rezaba como sigue: “Asimismo esta ley norma el mercado de las acciones de las sociedades*

183<sup>48</sup> y siguientes de la Ley 18.045, en orden a inscribir en el Registro de Valores de esta Superintendencia, al emisor y las acciones por éste emitidas, ya sean emisores nacionales o extranjeros”.

De esta manera la Superintendencia vino a esclarecer una práctica seguida por las empresas multinacionales que operaban en el país y que compensaban a sus empleados con opciones de compra de acciones propias.

La misma NCG N° 99 señala las características que deben reunir los valores extranjeros “cuando sean dirigidas a los trabajadores” y además estén “destinadas al cumplimiento de políticas de incentivos laborales”, de manera tal que no sea necesario inscribirlos en el “Registro de Valores Extranjeros”, a saber:

### **1) Existencia de una relación laboral**

Debe existir una relación laboral entre el oferente y el destinatario de la oferta. Así lo señala la letra “c) *Los destinatarios de la oferta deben tener relaciones contractuales laborales o pertenecer a la administración de las sociedades de que se trate*” característica que se reafirma en la letra “g) *Los requisitos anteriores se hacen extensivos a las opciones de compra y venta sobre las acciones a que se refiere la presente Norma y a los mismos destinatarios*”, del mismo cuerpo normativo.

---

*anónimas y sociedades en comandita en las que a lo menos, el 10% de su capital suscrito pertenece a un mínimo de 100 accionistas, o que tienen 500 accionistas o más”)*

*d) Las acciones emitidas por sociedades que voluntariamente así lo soliciten*

<sup>47</sup> **Artículo 6 LMV (original de la época):** “Sólo podrá hacerse oferta pública de valores cuando éstos y su emisor, hayan sido inscritos en el Registro de Valores.

*La inscripción de los valores y sociedades a que se refiere el inciso segundo del artículo 1° (ya transcrito más arriba) deberá efectuarse dentro de los 60 días siguientes a la fecha en que se haya cumplido alguno de los requisitos allí mencionados.”*

<sup>48</sup> El TÍTULO XXIV “De la oferta pública de valores extranjeros en el país” de LMV, se introdujo el 18 de enero de 1999, por la Ley 19.601.

**Art 183 LMV (original de la época):** “La oferta pública de valores extranjeros en Chile, o de certificados representativos de éstos, denominados *Certificados de Depósito de Valores*, en adelante *CDV*, se sujetará a las normas del presente Título y sólo podrá llevarse a efecto cuando éstos o aquéllos se inscriban en un registro público especial, denominado “Registro de Valores Extranjeros” que llevará la Superintendencia”.

**2) Se debe tratar de acciones de primera emisión o en cartera:** *“a) Se debe tratar de una emisión primaria de acciones o de acciones emitidas en poder del propio emisor, de la sociedad matriz, filial, o coligada, según sea el caso”.*

**3) No debe haber intermediación, ni intención de crear un mercado secundario de acciones.** De tal modo lo disponen, la letra *“b) La colocación debe ser directa del emisor o de la sociedad matriz, filial o coligada según corresponda, sin la participación de intermediarios, no considerándose intermediación las gestiones que puedan realizar para estos efectos los representantes, administradores y personas encargadas en la colocación, que pertenezcan a la sociedad, matriz, filiales o coligadas”* y la letra *“d) Cuando se haga la oferta, no debe existir la intención de llevar a cabo gestiones para crear un mercado secundario de oferta pública de las acciones en el país, ya sea por parte del emisor, la sociedad matriz, las filiales y coligadas, o por los destinatarios de la oferta, sin que previamente se inscriban las acciones en Registro de Valores”.*

**4) Los planes de compensación, así como los contratos respectivos y otros documentos en que se consigne la oferta de estos valores, deben señalar que ni el emisor, ni los valores a que hacen referencia, han sido inscritos en el Registro de Valores Extranjeros,** y consecuentemente con ello, tampoco son supervigilados por la SVS, esto según lo indica la letra *“f) Los documentos en que conste la oferta, deberán expresar que tanto el emisor como sus acciones, no se encuentran inscritos en el Registro de Valores ni sujetos a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguro.”.*

### **5) Ámbito de aplicación de la NCG N°99.**

La norma sólo regulaba las ofertas de acciones que las **sociedades anónimas extranjeras** realicen en el territorio chileno. El ámbito de aplicación de la NCG N°99 es claro, al tenor de lo preceptuado por la letra *“h) A la presente norma **no podrán acogerse** las ofertas de acciones de sociedades anónimas nacionales abiertas y sus filiales, así como las dirigidas a sus trabajadores y administradores”.* Lo anterior queda reafirmado por la letra e) del mismo documento: *“Si producto de la colocación de acciones o de transferencias privadas posteriores, las sociedades nacionales pasaren a tener la calidad de sociedades anónimas abiertas de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 1 de la Ley 18.045 y 2° de la Ley 18.046, deberán cumplir con la normativa legal y administrativa*

*aplicable a este tipo de sociedades*”. Resultado de ello, las ofertas de acciones destinadas a trabajadores en el marco de planes de incentivos laborales, que realizaren las sociedades nacionales siguieron quedando sujetas únicamente a las normas generales del Derecho Laboral y del Derecho Comercial. Eso al menos hasta la entrada en vigencia de la Ley 19.705, el 20 de Diciembre de ese mismo año.

#### **4.4.2 Norma De Carácter General N°345 (18 De Abril De 2013), de la Superintendencia de Valores y Seguros.**

Durante el transcurso del mes de abril de 2013, la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) en uso de sus facultades legales, y en virtud de lo dispuesto por el inciso 3<sup>ro</sup> del artículo 4° de la Ley de Mercado de Valores, norma que la autoriza a *“eximir ciertas ofertas públicas del cumplimiento de alguno de los requisitos de la presente ley, mediante normas de carácter general”*<sup>49</sup> ha estimado pertinente comunicar al Mercado de Valores mediante la Norma de Carácter General N° 345, un conjunto de disposiciones que viene a completar el tratamiento que nuestra legislación da a los planes de compensación a trabajadores, ya que por una parte deroga la NCG N° 99, que ya analizamos pormenorizadamente, y por otra detalla el tratamiento que se dará en adelante a las *“stocks options”* ofrecidas por sociedades extranjeras a sus trabajadores, en territorio chileno.

Como señala la NCG N° 345, la Superintendencia ha considerado conveniente eximir del requisito de inscripción del emisor y de los valores por éste emitidos establecido en los literales a) y b) del art 5° e inciso primero del artículo 6° de la LMV a *“las ofertas de instrumentos nacionales y extranjeros representativos del capital de una entidad, de sus filiales o de las coligadas de aquella o sus filiales, así como también de los contratos de opciones a la compra y venta de tales instrumentos, en que la oferta es dirigida a los trabajadores de dicha entidad, de sus filiales o de las coligadas de aquélla o de éstas”*<sup>50</sup>.

---

<sup>49</sup> Artículo 4° inciso 3° LMV

<sup>50</sup> NORMA DE CARÁCTER GENERAL N° 345. *Exime a determinadas ofertas públicas de valores del requisito de inscripción, en virtud de lo establecido en el inciso tercero del artículo 4° de la Ley N° 18.045. Deroga Normas de Carácter General N° 21 de 1988 y N° 99 de 2000.* Superintendencia de Valores y Seguros, Santiago, Chile, 18 Abril de 2013. 4p.

Además señala una serie de exigencias de carácter informativo. En primer lugar encontramos aquellos **contenidos destinados a informar al potencial inversionista:**

- 1. Plazo:** la información debe entregarse *“previo a la oferta de los valores, o al momento de efectuarse ésta”*.
- 2. Características:** *“debe incorporarse de **forma destacada, en toda comunicación** y/o **material físico o electrónico** que se emplee para ofrecer los valores a los potenciales inversionistas”* y además *“si la comunicación o material estuviera en un idioma distinto al español, deberá incluirse a lo menos todo el contenido indicado más abajo en español”*
- 3. Contenidos:** debe indicarse, de forma destacada y en idioma español, a lo menos lo siguiente:
  - La **fecha** de inicio de la oferta y el hecho de **acogerse a la NCG N° 345**
  - Que los valores a los que se refiere la oferta **no están inscritos** en el Registro de Valores Extranjeros y por lo tanto no están sujetos a fiscalización de la SVS.
  - Que por el hecho de tratarse de valores no inscritos, **no existe** la correspondiente *“obligación por parte del emisor de entregar en Chile información pública respecto de estos valores”*.
  - Que **no podrá hacerse oferta pública** de esos valores mientras no estén inscritos en el Registro de Valores.

En segundo término, encontramos aquella **información destinada a la Superintendencia:**

- 1. Plazo:** la información debe enviarse a la Superintendencia con 5 días hábiles de antelación al día en que se pretende efectuar la oferta.
- 2. Características:** la obligación de informar a la Superintendencia, recae exclusivamente en los oferentes de los respectivos valores, además debe acompañarse una declaración de veracidad referida a la información que se envía, y del hecho que se dará cumplimiento a las instrucciones impartidas por la normativa en comento.

**3. Contenidos:** debe indicarse, en el plazo y con las características ya señaladas, lo siguiente:

- **Identificación del Oferente** (nombre o razón social, RUT, número de pasaporte u otro documento oficial de identificación, nacionalidad y domicilio en Chile, o en su defecto, en el extranjero)
- **Identificación del Emisor del valor** (razón social, RUT y domicilio legal de la sociedad nacional a cuyos trabajadores estará dirigida la oferta, y razón social y domicilio en el extranjero del emisor)
- Indicar que corresponde a una **oferta acogida al numeral 2)** de la NCG N° 345.
- Indicar el **monto total que se pretende colocar** en los destinatarios de la oferta (expresado en pesos chilenos al día anterior al de envío de la información a la SVS) y
- Indicar el **porcentaje del capital del emisor**. Para efectos de calcular el capital, *“se deberá considerar el capital previo a la oferta, más aquel que se pretende colocar, y valorizar ese capital y los instrumentos ofrecidos, al precio promedio de colocación de tales instrumentos”*

**4.** Finalmente la SVS se reserva la facultad de *“convenir con otros organismos del Estado, mecanismos de comunicación o intercambio de información que sustituyan o complementen”* las obligaciones de informar que se detallaron más arriba.

#### **Obligaciones generales.**

Las entidades que se acojan a la NCG N°345, serán *“responsables de adoptar todas las medidas y resguardos que sean necesarios”* para:

- Cumplir con las condiciones, límites y montos establecidos por la NCG N° 345.
- Acreditar el cumplimiento de las obligaciones ante cualquier requerimiento de la Superintendencia.

### **Ámbito de aplicación.**

El ámbito de aplicación de la NCG N° 345 queda restringido a las sociedades anónimas extranjeras, que no transan sus valores en bolsas nacionales, cuando la norma señala expresamente: *“las disposiciones establecidas por la presente normativa, en ningún caso eximen a la sociedad anónima de la obligación de inscripción establecida en el inciso segundo de artículo 6° de la Ley 18.045, en caso de que se cumplieran las condiciones mencionadas en la letra c) del artículo 5° de esa misma ley, ni aquellas que en virtud de esa letra, o de la letra d) de ese mismo artículo, estén inscritas en el Registro de Valores”*.

Finalmente, NCG N° 345, deroga la NCG N° 99 y redondea el tratamiento que nuestra legislación nacional dio al tema de las *stock options*, completándose así el marco jurídico vigente para la ejecución de planes de compensación a ejecutivos, ya sean estas otorgadas por sociedades por acciones (SpA), sociedades anónimas abiertas, cerradas o especiales; nacionales, o extranjeras.

## 5 EL COMITÉ DE DIRECTORES.

La ley 19.705 incorporó el año 2000, a nuestra normativa de Gobiernos Corporativos dos importantes instituciones que buscan potenciar la autorregulación de las grandes sociedades anónimas abiertas, estas son: los Comités de Directores, también llamados Comités de Auditoría<sup>51</sup>, o Comité Contralor<sup>52</sup>; y los llamados directores independientes.

### 5.1 La figura del Director Independiente.

Como se dijo, la Ley de OPAS a través de la inclusión del artículo 50 bis a la LSA, importó la figura del director independiente, ya ampliamente conocida en el derecho anglosajón. Sin embargo y como fundamentaremos a continuación la finalidad para la que sea crearon tanto los directores independientes, como el comité de directores en Estados Unidos, son completamente distintas a la orientación que se les dio en nuestro derecho nacional.

La idea de un director independiente nace en Estados Unidos, como consecuencia del aplastante crecimiento de las *Berle & Means Corporation* o *managerial corporations*. Llamadas así porque fueron precisamente Adolf BERLE y Gardiner MEANS, quienes ya a principios del Siglo XX, en “*The Modern Corporation and Private Property*” (1932)<sup>53</sup>, nos revelaron cómo en aquellas grandes compañías donde la propiedad está muy atomizada, el poder de decisión o *control residual*; que no es otro que el “*derecho a decidir qué hacer con los activos de la compañía, una vez que se han cumplido todas las obligaciones financieras y legales correspondientes*”<sup>54</sup> queda entregado a la administración.

El problema de la radicación del control residual en la administración sobreviene “*cuando existen muchos dueños de un mismo conjunto de activos ninguno tiene el*

---

<sup>51</sup> TORRES Zagal, Óscar Andrés. *Derecho de Sociedades*. Santiago, Chile, LexisNexis, 2006. 593 p.

<sup>52</sup> PUGA Vial, Juan Esteban. *La Sociedad Anónima: y otras sociedades por acciones en el derecho chileno y comparado...* 469 – 471 pp.

<sup>53</sup> BERLE, A. y MEANS, G. *The Modern Corporation...* *ob.cit.*

<sup>54</sup> LEFORT, F. y WIGODSKI, T..., *ob.cit.*, 16 p.

*incentivo suficiente para invertir recursos en administrar o monitorear la gestión de éstos*<sup>55</sup>; y es en esta posición de desventaja principalmente si lo consideramos respecto del flujo de información, en que “*los accionistas se encuentran expuestos a ser expropiados por sus agentes*”.<sup>56</sup>

Es en este tipo de sociedades, donde los CEO (*Chief Executive Officer*) adquirieron un enorme poder, porque además de ocupar el cargo gerente general de la compañía, integraban su directorio, incluso como su presidente<sup>57</sup>, posición privilegiada desde la que podían nombrar a los demás directores a su antojo.

Frente a este poder incontrarrestable, y escándalos financieros de por medio, fue necesario que la SEC reaccionara exigiendo a las *publicly held corporations*<sup>58</sup>, la creación de comités de auditoría integrados por directores independientes (*outsiders directors*<sup>59</sup>), siguiendo esta recomendación la NYSE (Bolsa de valores de New York) la incorporó además como uno de sus *listing requirements*.

En 1995, la *Business Roundtable* (organización estadounidense que agrupa a los ex CEO) recomendó además que los directores independientes fueran seleccionados por un comité de directores no integrados por el CEO; y es a partir de entonces, que los directorios se componen mayoritariamente por directores independientes, y los CEO perdieron mucho de su poder. En gran parte porque los *outsiders directors* fueron ganando preeminencia en los comités de auditoría que deciden respecto de los nombramientos, selección de candidatos y remuneraciones de los altos ejecutivos de la compañía (*compensation y nomination committees*) y si bien es cierto que hoy por hoy, el CEO es considerado el más

---

<sup>55</sup> LEFORT, F. y WIGODSKI, T..., *ob.cit.* 17 p.

<sup>56</sup> *Ídem.*

<sup>57</sup> Recordemos que la gran limitación a este respecto en nuestra legislación nacional se encuentra en el art 49 inciso 3º LSA, que reza como sigue: “*El cargo de gerente es incompatible con el de presidente, auditor o contador de la sociedad y en las sociedades anónimas abiertas, también con el de director.*”

<sup>58</sup> Conocidas en Gran Bretaña, como las “*Public Limited Companies*”

<sup>59</sup> En el Reino Unido, son llamados “*non-executive directors*”, o por su sigla en inglés: NED, por oposición a los “*executives directors*”, que son aquellos que están más relacionados con el día a día de la administración.

alto empleado de la empresa, ya no es el líder poderoso que fue y raramente es además presidente del directorio.

Ahora bien, en vista de lo expuesto podemos concluir que en Estados Unidos la independencia de los directores se dice respecto de la administración, del CEO y otros altos ejecutivos de la misma compañía, ya que es de allí de donde proviene su más alto riesgo de extracción de riqueza.

En Chile en cambio, el panorama es sustancialmente distinto. Un estudio en 2003, muestra que la estructura de la propiedad de las empresas chilenas se caracteriza por la alta concentración de la propiedad y la generalizada presencia de grupos o conglomerados. Al considerar todas las empresas listadas en bolsa, el mayor accionista es propietario, en promedio, del 46,2% de las acciones, mientras que los tres mayores accionistas mantienen en promedio alrededor de un 76,6% de la propiedad, y si consideramos a los cinco mayores, estos controlan en promedio alrededor del 88,6% de la propiedad accionaria.<sup>60</sup>

El mismo estudio advierte además que la concentración de la propiedad en Chile en términos del control de la empresa es aún mayor debido a la presencia de estructuras de propiedad interrelacionada que constituyen los llamados *grupos económicos* o conglomerados, baste decir que alrededor de cincuenta conglomerados listados por la SVS controlan el 73% de las sociedades anónimas abiertas y más del 90% de sus activos.

Sumado a lo anterior, según otro estudio (Parodi, 2004) el 50% de estos conglomerados registrados por la SVS están controlados a su vez por empresas extranjeras,<sup>61</sup> y si consideramos sólo las empresas que integran el índice IPSA (que representa cerca del 74% de la capitalización bursátil del mercado), el 78% es controlado por un grupo extranjero o por una familia en Chile.<sup>62</sup> Respecto de esto último, un estudio

---

<sup>60</sup> ALCALDE, Enrique. *La responsabilidad de los directores de sociedades anónimas...*p. 90

<sup>61</sup> *Ibídem*, p. 91

<sup>62</sup> PÉREZ BARBEITO, Jorge. *El Gobierno Corporativo en Chile y la creación de valor*. [en línea] [consulta: 19 de mayo 2010] Disponible en:

<[http://www.asfae.cl/Enefa\\_2004/5.3\\_GOBIERNO.CORPORATIVO.....pdf](http://www.asfae.cl/Enefa_2004/5.3_GOBIERNO.CORPORATIVO.....pdf)>

más reciente,<sup>63</sup> señaló que alrededor de un 44% de las empresas que cotizan en la bolsa nacional responde al tipo “*empresas familiares*”.

Frecuentemente oímos como los especialistas critican estas altas tasas de concentración de mercado y hacen ver esta característica como una debilidad de nuestro mercado accionario, principalmente por los importantes conflictos de interés que se pudieran suscitar entre el controlador y los accionistas minoritarios, fundamentalmente en situaciones específicas tales como las transferencias de control, las transacciones entre partes relacionadas o la apropiación de oportunidades de negocio, lo que implica en último término, un riesgo alto para los directores de incurrir en infracciones al deber de lealtad.

Sin embargo, al formular la crítica, ciertamente válida, generalmente se olvida que esta misma estructura de concentración de la propiedad presenta, como otra cara de la medalla, una virtud o fortaleza en lo que respecta al cumplimiento del deber de cuidado. Y esto es así dado que quienes ejercen el control de las compañías tienen grandes incentivos para que estas generen valor para sus accionistas, desde el momento en que nadie resultaría más beneficiado que el propio accionista controlador, de una buena y eficiente administración.

De esta manera en términos de aquello que los economistas denominan *Teoría de la Agencia*, y en el supuesto de no existir un conflicto de interés, siendo débil o escasa la separación entre propiedad y control, el problema de agencia tiende a desaparecer y el cumplimiento del deber de cuidado se da casi automáticamente.<sup>64</sup>

A mayor abundamiento, recordemos que la sociedad anónima cotizada La Polar, fue reconocida en nuestro medio como un ejemplo paradigmático de empresas de propiedad difusa. Qué duda cabe, habidos los lamentables acontecimientos ampliamente ventilados, que éstos no han hecho más que confirmar la fortaleza en términos de control de gestión, que implica la presencia de un controlador, para una empresa.

---

<sup>63</sup> WATKINS, Karen. *Ley Corporativa, Concentración de la Propiedad y Desempeño Empresarial en Chile y México*. Presentación en el marco de una investigación en el Centro de Gobiernos Corporativos, Facultad de Derecho, Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago, Chile, 2012. 42p.

<sup>64</sup> ALCALDE, E., ob. cit., p. 92

En Chile, y teniendo en consideración la realidad nacional de una alta tasa de la concentración del mercado accionario; ya desde su génesis la independencia de los directores que componen el comité contralor, no se definió respecto de los demás administradores, si no respecto de los accionistas controladores; y de hecho el mismo artículo 50 bis de la Ley 19.705 de 2000 indicaba: “*El comité estará integrado por a lo menos tres miembros, la mayoría de los cuales deberán ser independientes al controlador.*” Y más adelante la norma original (Ley 19.705) definía que debía considerarse independiente a un director “*cuando, al sustraer de su votación los votos provenientes del controlador o de sus personas relacionadas, hubiese resultado igualmente electo.*”. La reforma del 2009 (Ley 20.382) creemos que en un intento de ampliar el concepto original, para de esta manera regular efectivamente a todas las grandes sociedades y no sólo a la mayoría, eliminó este acertado criterio de independencia, lo que ha sido muy criticado principalmente por el hecho de que hoy por hoy, los directores independientes son elegidos con los votos del controlador lo que sin duda les resta imparcialidad, idea a la que en lo personal adherimos.<sup>65</sup>

La reforma incorporada por la Ley 20.382, el año 2009, siguiendo muy de cerca la experiencia estadounidense y asesorada directamente por la SEC, optó por eliminar el criterio que lo inspiró en su origen, hablamos de la independencia de un director (entendido como aquel director independiente del controlador) y en reemplazo detalló, en el mismo artículo 50 bis, uno a uno los casos en que debe considerarse *no-independiente* a un director, también se determinó un sistema abierto de postulación de los candidatos a director independiente, y se impuso la exigencia de realizar una declaración jurada que dicho en términos muy generales afirme expresamente que él cumple con todos los requisitos legales de independencia y que no tiene vínculo con la sociedad, sus controladores, otras sociedades del grupo y administradores a cualquier título de éstas “*que pueda privar a una persona sensata de un grado razonable de autonomía, interferir con*

---

<sup>65</sup> Al respecto véase: *Especialistas ponen en duda la autonomía de la figura del “director independiente” en Chile.* [en línea] Diario Financiero Online, 25 noviembre 2013 [fecha de consulta: 29 noviembre 2013] Disponible en: <http://w2.df.cl>

*sus posibilidades de realizar un trabajo objetivo y efectivo, generarle un potencial conflicto de interés o entorpecer su independencia de juicio”.*

A diferencia de la experiencia anglosajona, no se exigió que los Comités de Directores estuvieran integrados por una mayoría de directores independientes, ya que éste es un tema muy discutido hoy en día en el ámbito académico estadounidense porque se les acusa de comportarse con una cierta indolencia respecto de la situación de la empresa en el día a día<sup>66</sup>.

No se exigió tampoco un conjunto mínimo de competencias específicas de acuerdo al cargo que ostentan. Asunto que la *Sabarnes Oxley-Act*, sí resolvió exigiendo que los candidatos a directores independientes, tengan niveles técnico-profesionales muy altos, acompañados de conocimientos de contabilidad, administración y finanzas. Además la mencionada ley federal, limita en un máximo de seis, el número de directorios que puede integrar un director independiente. Temas, ambos, que se echan mucho de menos en nuestro marco regulatorio de gobiernos corporativos.<sup>67</sup>

La función de un director independiente en Chile es la de un fiscalizador de la administración, y es en tal sentido que no tiene un rol activo en lo que respecta a las decisiones de gestión e inversión, aunque participe de ellas.<sup>68</sup>

## **5.2 El Comité Contralor.**

En Chile, el Comité de Directores, o Comité Contralor fue introducido por la Ley N° 19.705, del año 2000, insertando el artículo 50 bis a la LSA<sup>69</sup>. El artículo 50 bis obliga a la designación de a lo menos un director independiente y a la formación del comité de directores, cuando las sociedades anónimas abiertas alcancen un patrimonio bursátil igual o superior a UF 1.500.000 (un millón quinientas mil unidades de fomento) lo que significa un capital de USD 64 (sesenta y cuatro millones de dólares) aproximadamente. La reforma de

---

<sup>66</sup> PUGA Vial, Juan Esteban. *La Sociedad Anónima...* ob.cit. 476 p.

<sup>67</sup> PUGA Vial, Juan Esteban. *La Sociedad Anónima...* ob.cit. 473 – 477 p.

<sup>68</sup> PUGA Vial, Juan Esteban. *La Sociedad Anónima...* ob.cit. 476 p.

<sup>69</sup> También regulado por las Circulares N° 1525 (2001) y N° 1667 (2003) de la SVS.

2009, agregó además la circunstancia de que al menos el 12,5% de las acciones con derecho a voto se encuentren en poder de accionistas que controlen o posean individualmente menos del 10% de las acciones emitidas con derecho a voto<sup>70</sup>.

La idea fue actualizar nuestra normativa sobre gobiernos corporativos basándose el *two-tier model*, que ya se utilizaba en Europa, dicho esquema aconseja que la administración de las sociedades anónimas abiertas, posean un doble directorio o un directorio con dos tipos de miembros, “*en ambos casos orientados a que un directorio o un grupo de miembros cumpla una función de supervisión y control y el otro directorio o el otro grupo de miembros del directorio una función propiamente de gestión*”<sup>71</sup>. Ahora bien, la idea no está para nada alejada de la realidad, donde efectivamente los directores elegidos por los inversionistas institucionales como las AFP, cumplen una función de fiscalización y de control (cuando estos directores son además directores independientes se conocen como: *non executive directors* o por su sigla en inglés NED), y en que los demás directores cumplen funciones orientadas a la gestión (*executive directors*).

La finalidad de este órgano del directorio, es fiscalizar a los accionistas controladores, quienes actúan mediante los directores que tiene la capacidad de elegir, y a través de los que manejan la administración de la sociedad (*executive directors*), en defensa de los accionistas minoritarios, fortaleciendo de esta manera la autorregulación al interior de las sociedades anónimas.

La Ley 20.382 del año 2009 vino a modificar entre otras cosas, el artículo 50 bis, regulando con mucho mayor detalle la integración, funciones y obligaciones, del Comité de Directores. Esta reforma fue fuertemente influenciada por la *Sarbanes-Oxley Act* de 2002<sup>72</sup>, y por la Security and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos.

---

<sup>70</sup> Recordemos el **inciso final del Artículo 31 LSA**: “(...) si la sociedad anónima abierta debiere designar al menos un director independiente y constituir el comité a que se refiere el artículo 50 bis, el mínimo de directores será de siete”.

<sup>71</sup> PUGA Vial, Juan Esteban. *La Sociedad Anónima...* ob.cit. 469 p.

<sup>72</sup> La Ley *Sarbanes-Oxley* es una Ley federal de Estados Unidos que supuso la respuesta a los escándalos financieros de algunas de las grandes corporaciones, como los de ENRON, Tyco International, WorldCom y Peregrine Systems.

Respecto de su composición, y al tenor del artículo 50 bis inciso 9° de la LSA, el Comité Contralor estará compuesto por tres directores miembros, “*la mayoría de los cuales deberán ser independientes*” [digámoslo: al menos idealmente], y será remunerado en al menos un tercio más que la dieta de los demás directores. El presidente de la sociedad no puede integrarlo, salvo que él mismo sea director independiente. Su funcionamiento debe ajustarse en lo posible a las reglas de funcionamiento de cualquier directorio. Tiene un presupuesto propio fijado por la junta de accionistas, que en cualquier caso no podrá ser inferior a la suma de toda la remuneración de los directores integrantes del mismo, con la finalidad de contratar las asesorías que sean necesarias.

### **5.2.1 El rol del Comité Contralor, respecto de las remuneraciones.**

Respecto de las funciones, que la ley le encomienda al comité de directores, son como dice PUGA VIAL son “*esencialmente contraloras*”,<sup>73</sup> y aunque todas ellas muy importantes, para los efectos que nos interesan en esta monografía, centraremos nuestro análisis en **el numerando 4) del artículo 50 bis LSA**: “*El comité tendrá las siguientes facultades y deberes: 4) “Examinar los sistemas de remuneraciones y planes de compensación de los gerentes, ejecutivos principales y trabajadores de la sociedad.*”

Al respecto es importante que comencemos por señalar que en el Reino Unido ya en el año 1995, el *Greensbury Report*<sup>74</sup>, ahondó sobre los controles a la remuneración de los directores, en especial respecto de los *executive directors*, y entre los asuntos interesantes, se recomendó que sólo un comité totalmente integrado por NED (*non executive directors*) fijara las remuneraciones, que estas deben fijarse dentro de un procedimiento formal y transparente y por supuesto que “*Ningún director debe participar en decidir su propia*

---

<sup>73</sup> PUGA Vial, Juan Esteban. *La Sociedad Anónima...* ob.cit. 471 p.

<sup>74</sup> El *Greensbury Report* de 1995, sumado a los Informes *Hamper* (1998) *Cadbury* (1991), y el Higgs Review (2003), fueron reunidos en lo que se conoce como *Combined Code* de la Bolsa de Londres, esto es un Compendio de Principios para un Buen Gobierno Corporativo, que se exige a las empresas que transen en esta Bolsa de valores.

<sup>75</sup> PUGA Vial, Juan Esteban. *La Sociedad Anónima...* ob.cit. 473 p.

*remuneración*” [la traducción es nuestra].<sup>76</sup> Además se recomienda que a lo menos una parte de las remuneraciones de los *executive directors* debe estructurarse vinculando el desempeño individual al corporativo.

Nuestra legislación parece recoger estos principios, al radicar la decisión sobre políticas de remuneraciones y planes de compensación en el comité contralor, de manera tal que los directores involucrados en la gestión (*directores no-independientes*) no colaboraran en la fijación de su propio estipendio. Recordemos que el sueldo de los directores independientes será fijado en la Junta Ordinaria de Accionistas, sin embargo el monto mínimo que pueden recibir está fijado por la misma ley, en el artículo 50 bis inciso 11° “*Los directores integrantes del comité serán remunerados. El monto de la remuneración será fijado anualmente en la junta ordinaria de accionistas, acorde a las funciones que les corresponde desarrollar, pero no podrá ser inferior a la remuneración prevista para los directores titulares, más un tercio de su monto.*” De esta manera se cumple con el principio general, de que los directores no deben participar en decidir su propia remuneración, sean estos independientes o no.

Es del caso retomar acá la frase final del numerando 4) del artículo 50 bis; donde se señala que el comité deberá “*examinar las políticas de remuneraciones*”. Originalmente este numerando sólo hacía referencia *a los gerentes y ejecutivos principales*. Pero a partir de la Ley 20.384 (2009) quedó como sigue: “*los gerentes, ejecutivos principales y trabajadores de la sociedad*”.

A nuestro modo de ver, esta inclusión de la Ley 20.384, hace que el mandato legal sea tal vez demasiado amplio. Esto porque en esencia los planes de compensación o *stock options* no son usualmente otorgados a todos los trabajadores de la sociedad, sino que se destinan en la mayoría de los casos a aquellos ejecutivos considerados principales o clave. Ahora bien si esos planes abarcaran a toda la estructura de la empresa por supuesto que

---

<sup>76</sup> *UK Corporate Governance Code Section D*. Septiembre 2012. [online] Financial Reporting Council [fecha de consulta: 16/01/2014] Disponible en: <<http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-September-2012.aspx>>

deben ser fiscalizados por el Comité Contralor, pero creemos que no hacía falta decirlo expresamente porque necesariamente los unos abarcarían a los otros.

Respecto de las remuneraciones propiamente tales, es decir de todos los trabajadores de la sociedad, *excluidos* los gerentes, los ejecutivos claves, los directores no-independientes; nos parece que es la administración la llamada a fijarlas según un criterio de gestión, ya que el prisma de los directores independientes está demasiado alejado del día a día de la empresa, lo que le quita dinamismo a esta toma de decisiones. A contrario sensu, es tarea ineludible que el comité de directores se ocupe de las políticas de remuneraciones, de los planes de compensación e incluso de fomentar políticas de remuneraciones donde el valor fundamental sea la transparencia, y muy especialmente respecto de los procedimientos y políticas remunerativas cuando el objeto de éstas sean los *executive directors*, los gerentes y los ejecutivos clave.

A modo de conclusión, queremos valorar la importancia del comité de directores, y de la figura del director independiente, en cuanto son a lo menos idealmente, un contrapeso que restablece los equilibrios de poder entre la administración y los accionistas, protegiéndolos desde dos flancos: primero de ser expropiados por la administración cuando esta se ha apoderado de la compañía, caso de las sociedades que presentan gran dispersión del capital, y además los salvaguarda de ser desposeídos por el controlador, caso de las sociedades que presentan alta concentración del capital, situación mayoritaria, según vimos, en nuestro medio.

## CONCLUSIONES.

En primer término, debemos señalar que las relaciones de agencia existen siempre que alguien (**el principal**) contrata a un tercero (**el agente**) para que represente sus intereses, de tal manera que aunque corrientemente no lo percibamos así, las relaciones de agencia son abrumadoramente habituales.

De esta manera, cuando contratamos a alguien para que venda nuestro automóvil o nuestro departamento, o cuando los accionistas nombran a quienes conformarán la administración de una empresa, estamos sentando las bases de una relación de agencia.

Podemos decir entonces, que el problema de agencia, es la posibilidad de que se produzca un **conflicto de intereses** entre el **principal** y el **agente**. Esto visto al interior de una empresa, se producirá por haberse desalineado los intereses de los accionistas y quiénes la administran.

Debemos hacer la prevención de que si bien la teoría de la agencia y los conflictos de interés, versan ambas sobre una misma realidad fáctica, lo hacen desde perspectivas completamente distintas, la primera porque emerge desde la comprobación empírica que hacen de ella los economistas y porque la segunda es una conceptualización jurídica del mismo hecho concreto, de manera tal que si bien apuntan a esclarecer lo mismo no son idénticas, así como la relación de agencia no es sinónimo de mandato, ni el problema de agencia, es lo mismo que el conflicto de interés. Por la simple razón de que están siendo vistas con ópticas diversas, una mira al ser, la otra al deber ser.

Sin lugar a dudas, hay un centro de gravedad, en torno al que giran todas y cada una de las discusiones sobre problemas de agencia, ésta es la esquivada noción de **“interés social”**.

Sin embargo, esclarecer que debemos entender por interés social, no es ninguna misión sencilla. Principalmente, porque en torno a la noción de interés se han postulado básicamente dos grandes teorías. Por una parte, encontramos aquellas inspiradas en doctrinas de corte **“institucionalista”**, más cercanos a aquello que la doctrina y jurisprudencia estadounidenses han denominado **“Principio de la Entidad”**, por aplicar una noción más amplia e inclusiva de lo que debe entenderse por empresa.

Conforme a esta tendencia, la principal responsabilidad de la sociedad es crear el mayor valor posible para todos los grupos interesados en la marcha de la empresa.

Por otro lado están aquellos que defienden un criterio más restrictivo, acotando el concepto de empresa, al contrato de sociedad propiamente tal, son para el derecho continental las doctrinas “*contractualistas*”.

El interés social es para esta parte de la doctrina, la tendencia a la realización del fin último de la sociedad, que es la causa del contrato, y que como tal es común a todos los socios. **Es el interés que tienen los socios en que mediante la actividad social se logre el máximo lucro posible.** Es el interés depurado de todo interés extra-social.

En el contexto de una doctrina nacional escasa y que adhiere mayoritariamente a las tesis contractualistas respecto de la noción de interés social, rescatamos un “*nuevo*” y más amplio concepto jurisprudencial de “*interés*”, para los fines previstos en el artículo 44 de la ley de Sociedades Anónimas.

Es del caso, destacar que el problema de agencia se agudiza especialmente, cuando la propiedad de la firma se estructura sobre la base de una gran cantidad de pequeños accionistas. Los economistas las han vendido en denominar compañías “*atomizadas*” o “*de propiedad difusa*”. Este fenómeno se produce porque cuando existen muchos dueños de un mismo conjunto de activos, ninguno de ellos tiene el incentivo suficiente para invertir recursos en administrar o en monitorear la gestión de los administradores

Ahora bien, analizaremos dos grandes vías a través de las cuales los accionistas, pueden protegerse de ser víctimas de la expropiación por sus propios agentes, en primer lugar, los accionistas e inversionistas requerirán de protección legal. En este sentido rescatamos los aportes regulatorios que se han realizado en el área de los Gobiernos Corporativos, especialmente respecto del Comité de Directores, de la figura del Director Independiente, la regulación de Operaciones con Partes Relacionadas.

Queremos valorar también la importancia que tiene el Comité de Directores, y de la figura del Director Independiente, en cuanto son a lo menos idealmente, un contrapeso que restablece los equilibrios de poder entre la administración y los accionistas, protegiéndolos desde dos flancos: primero de ser expropiados por la administración cuando esta se ha

apoderado de la compañía, caso de las sociedades que presentan gran dispersión del capital, y además los salvaguarda de ser desposeídos por el controlador, caso de las sociedades que presentan alta concentración del capital, situación mayoritaria, según vimos, en nuestro medio.

Como analizamos, en países donde las empresas son mayoritariamente de “*propiedad difusa*”, como Estados Unidos, el peligro de acentuarse el problema de agencia proviene de los *managers*, porque cuando todos los accionistas son minoritarios, el costo de controlar a la administración es muy alto. De allí que los Comité de Directores, se dicen “originalmente” independientes, respecto de la administración de la compañía. En Chile en cambio, quienes ostentan un poder incontrarrestable al interior de una firma, son los controladores, y por tanto la independencia de los directores debe siempre exigirse respecto de éstos últimos.

Finalmente, y como veníamos enunciando, una segunda manera que tienen los accionistas de resguardarse de eventuales problemas de agencia, será protegiéndose a sí mismos, es decir, preocupándose por alinear los intereses del “agente”, con los propios. Esto último es posible con la utilización de los sistemas de *Stock Options*; porque si “*el principal*” hace partícipe de la propiedad al “*agente*”, ambos tendrán el mismo interés respecto de la marcha de la compañía.

Las *Stock Options*, presentan un sinfín de ventajas, sin duda la más importante de ellas es lograr la alineación de los intereses de los dueños, y del desempeño de sus trabajadores, con los resultados globales de la sociedad.

En Chile este sistema de compensación o incentivo, está regulado por los artículos 24 incisos 3° y 4°; 27C y 50 *bis* de la LSA. Puede ser utilizado, con variantes según sea el caso, por todos los tipos de sociedades anónimas y por las sociedades por acciones.

Las sociedades anónimas abiertas y especiales, pueden implementar planes de *stock options* por la vía del aumento de capital o por la vía de la recompra de acciones de propia emisión. Las sociedades anónimas cerradas y las sociedades por acciones sólo pueden hacerlo por la vía del aumento. Sin embargo, las sociedades por acciones pueden también vía estatutaria, abrir la posibilidad de una “*tercera vía*”, a través de vincular un cierto número de acciones a un cargo específico, con una cláusula de “*buyback right*”, que

establece que ante determinadas circunstancias un accionista debe enajenar sus acciones obligatoriamente a la sociedad o a los demás accionistas, como puede ser el caso de acciones de ejecutivos clave de la compañía, cuando estos se retiran.

A su vez, la NCG N° 345 de la SVS, regula el otorgamiento de *stock options* por sociedades extranjeras, a sus trabajadores residentes en Chile.

## **BIBLIOGRAFÍA.**

ALCALDE, Enrique. La responsabilidad de los directores de sociedades anónimas: Responsabilidad civil y penal administrativa. Santiago: Ediciones Universidad Católica de Chile, 2013. 497 p.

BCI y stock options: Esbozos de un capitalismo popular. El Mercurio, Santiago de Chile, 6 mayo, 2001. Cuerpo B: Economía y Negocios.

BERLE, Adolf y MEANS, Gardiner. The Modern Corporation and Private Property. 10a.ed. New Brunswick, New Jersey, Transaction Publishers, 2009. 380 p.

COPELAND, Thomas E., WESTON, J. F. y SHASTRI, Kuldeep. Financial Theory and Corporate Policy. 4<sup>a</sup>.ed. New Jersey: Prentice Hall, 2004. 1024p.

CÓRDOBA Bueno, Miguel. Guía de las stock options: planificación, objetivos, financiación, fiscalidad y contabilidad. Barcelona: Ediciones Deusto S.A., 2001. 319p.

C. SUP. (CAS), 12 de Agosto de 2011, Causa Rol N° 6.943/2009 Res. 35375 [online] [fecha de consulta: 28/09/2011] Disponible en: <http://www.poderjudicial.cl>

ESPECIALISTAS ponen en duda la autonomía de la figura del “director independiente” en Chile. [en línea] Diario Financiero online, 25 noviembre 2013 [fecha de consulta: 29 noviembre 2013] Disponible en: <<http://w2.df.cl>>

ETCHEVERRY, Raúl. Algunas reflexiones sobre la contraposición de intereses en el ámbito de la dirección de las sociedades anónimas. *Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones*, (17): 441-466, 1984.

EYZAGUIRRE Guzmán, Nicolás. Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública. Presentación del Ministro de Hacienda Sr. Nicolás Eyzaguirre Guzmán. Santiago de Chile: Gobierno de Chile, Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuestos, octubre de 2000.

FALABELLA aprueba recompra de acciones.[online] *Diario Financiero Online*. 20 Agosto 2013 [consulta: 22 noviembre 2013] Disponible en:< [http://w2.df.cl/falabella-aprueba-recompra-de-acciones/prontus\\_df/2013-08-27/214406.html](http://w2.df.cl/falabella-aprueba-recompra-de-acciones/prontus_df/2013-08-27/214406.html)>

FERNÁNDEZ, Ignacio y ANANÍAS, María Graciela. Incentivos a largo plazo para la retención de talentos. [online] *Ciencias Sociales Online*, noviembre 2006, III(3):106-115 Universidad de Viña del Mar [fecha de consulta: 05/11/2011] Disponible en: <[http://www.uvm.cl/csonline/2006\\_3/pdf/incentivos%20a%20largo%20plazo.pdf](http://www.uvm.cl/csonline/2006_3/pdf/incentivos%20a%20largo%20plazo.pdf)>

GUTH V. LOFT, 23 Del. Ch. 255, 5 A.(2d) 503 (1939).

HISTORIA de la ley N° 20.382. Introduce perfeccionamientos a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas.[online] Biblioteca del Congreso Nacional de Chile, 20 de octubre de 2009 [fecha de consulta: 11/12/2013] Disponible en: <http://www.leychile.cl>. 856 p.

JENSEN, Michael y MECKLING, William. Teoría de la empresa: la gerencia, costes de agencia y estructura de la propiedad. *En*: PUTTERMAN, Louis (ed.). *La naturaleza económica de la empresa*. Madrid: Alianza, 1994. 261-285 pp.

LEFORT, Fernando y WIGODSKI, Teodoro. Una mirada al Gobierno Corporativo en Chile: casos emblemáticos. Santiago: Ediciones Universidad Católica de Chile, 2008. 111 p.

NORMA de carácter general N° 99. Ofertas de suscripción y cesión de acciones que no constituyen Oferta Pública de valores. Superintendencia de Valores y Seguros, Santiago, Chile, 10 Agosto de 2000. 2p.

NORMA de carácter general N° 345. Exime a determinadas ofertas públicas de valores del requisito de inscripción, en virtud de lo establecido en el inciso tercero del artículo 4° de la Ley N° 18.045. Deroga Normas de Carácter General N° 21 de 1988 y N° 99 de 2000. Superintendencia de Valores y Seguros, Santiago, Chile, 18 Abril de 2013. 4p.

PUELMA Accorsi, Álvaro. Sociedades: tomo II. 3a.ed. Santiago: Jurídica de Chile, 2001. 752 p.

PUGA Vial, Juan Esteban. La Sociedad Anónima: y otras sociedades por acciones en el derecho chileno y comparado. Santiago: Jurídica de Chile, 2011. 773 p.

ROIMISIER, Mónica. El interés social en la Sociedad Anónima. Buenos Aires, Ed. Depalma, 1979. 171 pp.

SCHMITZ Vaccaro, Christian. Las Stock Options y su introducción en Chile. Revista Chilena de Derecho, 29(3): 557-572, 2002.

TORRES Zagal, Óscar Andrés. Derecho de Sociedades. Santiago: LexisNexis, 2006. 593 p.

UK Corporate Governance Code Section D. Septiembre 2012. [online] Financial Reporting Council [fecha de consulta: 16/01/2014] Disponible en: <<http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-September-2012.aspx>>

ZEGERS Ruiz-Tagle, Matías y ARTEAGA Echeverría, Ignacio. Interés social, Deber de Lealtad de los directores y Conflictos de Interés en empresas multinacionales: un análisis comparado con la legislación de los Estados Unidos de América. *Revista Chilena de Derecho*, 31(2): 239-268, 2004.