



UNIVERSIDAD FINIS TERRAE
FACULTAD DE DERECHO
ESCUELA DE DERECHO VESPERTINO

**RESPONSABILIDAD DE LOS ÓRGANOS ADMINISTRATIVOS DE
LA SOCIEDAD ANÓNIMA, RESPECTO DE LA CREACIÓN DE
VALOR**

CARLA LORENA AGUILERA GATICA
JUAN ANTONIO URZÚA MENESES

Memoria presentada a la Escuela Derecho de la Universidad Finis Terrae para
optar al Grado de Licenciado en Ciencias Jurídicas mención Derecho de la
Empresa.

Profesor Guía: Andrés Méndez Cañón

Santiago, Chile

2014

Dedicatoria y agradecimientos (opcional)

Esta sección, de naturaleza más bien personal, no debe llevar número de página y va inmediatamente después de la portada y antes del índice.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	1
1 DE LAS SOCIEDADES Y SU ADMINISTRACIÓN.....	4
1.1 Concepto De Sociedad.....	4
1.1.1 Respecto a la administración de la Sociedad de Responsabilidad Limitada	5
1.1.2 Sobre la administración de la sociedad anónima	6
1.2 La Sociedad Anónima.....	9
1.3 De la administración de las sociedades anónimas.....	12
1.3.1 La Junta de Accionistas	12
1.3.2 El Directorio	12
1.3.3 El Gerente de la Sociedad Anónima	13
2 DEL DIRECTORIO	14
2.1 ¿Qué Es? ¿Cómo se Designa?.....	14
2.2 ¿Qué Función Cumple el Directorio de la Sociedad Anónima?.....	15
2.2.1 Facultades de administración	15
2.2.2 Facultad de convocar a juntas de accionistas.....	16
2.3 De la Responsabilidad del Directorio	17
2.3.1 Interés Social.....	35
2.3.2 El interés social y su interacción con algunos requisitos de la existencia del acto jurídico: el objeto y la causa.	39
2.3.3 Deberes fiduciarios	41
2.4 Gobiernos corporativos.....	51
2.5 Gobiernos corporativos en chile	64
3 CREACIÓN DE VALOR.....	68
3.1 ¿Qué Es Valor?	68

3.2	Principios Fundamentales de la Creación de Valor.....	81
3.3	La Creacion de Valor y la Responsabilidad Social.....	87
3.4	¿Cómo Se Determina?	89
3.5	¿Cómo se Relaciona el Crecimiento, el Retorno Sobre el Capital Invertido y los Flujos de Caja?	92
3.6	El Crecimiento Como Elemento que Crea Valor	93
3.7	Bases para la conservación del valor	95
3.8	Las Expectativas	96
3.9	El mejor dueño	100
3.10	El mercado de valores	103
3.10.1	Un modelo de mercado	104
4	GESTIONES DE LA ADMINISTRACIÓN DE UNA SOCIEDAD EN RELACIÓN A SI CREAN, MANTIENEN O MERMAN EL VALOR	108
4.1	Políticas de riesgo	108
4.2	Fusiones y adquisiciones.....	110
4.3	Estructura de capitales	115
4.3.1	Políticas de Endeudamiento	115
4.3.2	Ingeniería Financiera	117
4.3.3	Políticas de reparto de Dividendos.....	123
4.3.4	Plan de negocios	127
	CONCLUSIONES	128
	BIBLIOGRAFÍA.....	133

INTRODUCCIÓN

Responsabilidad y creación de valor en las sociedades anónimas, son los conceptos que han motivado la realización de la presente memoria. La necesidad del Hombre de vivir en sociedad y de satisfacer sus necesidades lo ha llevado a comunicarse con sus pares, intercambiar bienes y servicios, protegerse y, en definitiva, organizarse de manera tal que esta dinámica de relaciones sociales genere comunidades de personas.

Las sociedades anónimas surgen como consecuencia del intercambio de bienes y de la legítima necesidad de obtener lucro. Para la mayoría de los historiadores, surgen en Europa del Norte, de la necesidad de intercambiar y de producir mayor cantidad de tulipanes. En aquella época, las sociedades anónimas eran un instituto jurídico creado por el soberano, quien invitaba a los particulares a participar de los negocios. Dicho origen también conoció de los primeros problemas derivados de la legítima búsqueda por obtener el lucro. Con el objeto de maximizar los beneficios derivados del alto precio al que se vendían los tulipanes, los directores, previendo que los precios de los bulbos de tulipanes irían en constante aumento, decidían comprar las cosechas futuras de tulipanes, generando un mercado de futuros. Fue así como comenzaron a cederse los derechos a percibir dichas cosechas, como notas de crédito. Hasta que no hubo más personas dispuestas a comprar dichos derechos. La economía sucumbió, ya que toda la economía holandesa estaba sustentada en los tulipanes. Las decisiones de los directores de esas sociedades anónimas, destinadas a generar valor sin tener una visión estratégica, se tradujeron en la pérdida de valor y en la quiebra de dichas sociedades anónimas.

Las sociedades anónimas constituyen un instituto jurídico de aplicación general en el mundo occidental, en los que se relaciona de manera constante los conceptos de creación de valor y la responsabilidad de las personas que toman las decisiones que crean ese valor. En el caso de la burbuja de los tulipanes, indicada en el párrafo anterior, se puede apreciar la estrecha relación entre la

responsabilidad de los administradores de la sociedad y su capacidad para generar valor observando el principio superior de la sociedad anónima. El examen de esta materia requiere asumir algunas consideraciones de carácter esencial, tradicionalmente omitidas por nuestra doctrina, por relacionarse con otras ciencias.

Desde sus orígenes, las sociedades anónimas han sido un vehículo fundamental de desarrollo y progreso económico. Es posible apreciar que hay diversas relaciones entre instituciones sociales, donde el instituto jurídico de la sociedad anónima se involucra con la economía. Este verdadero motor jurídico de creación de riqueza demanda el desempeño de directores y administrativos capaces de entender los desafíos propios de la obtención del lucro y desarrollar la noción de valor.

La Ley de Sociedades Anónimas establece una serie de responsabilidades por acciones u omisiones en el actuar de los directores. La mayoría de ellas, basadas en los ideales de administración en cumplimiento de la ley. También se puede apreciar la imputación de responsabilidad a través de distintos cuerpos legales, a los administradores de las sociedades.

El propósito de la presente memoria es responder cuestionamientos como los siguientes: ¿Cuáles son las distintas caras que tiene el concepto de valor?; ¿Podemos hablar de distintos tipos de valor?; ¿Qué relación tienen los diferentes conceptos de valor con la responsabilidad social?; ¿Se puede mantener el valor?; ¿Existe una relación entre el manejo de imagen y el valor?; ¿Qué límites éticos se pueden encontrar en la creación de valor?; ¿Cómo se puede evaluar el valor, sus límites éticos y la compraventa de una sociedad?

El análisis de los tópicos señalados en los párrafos anteriores se encuentra estructurado en cinco capítulos. En el primer capítulo, se desarrollará una exposición concisa y fundamentada de las sociedades y su administración. En el segundo capítulo se aludirá al directorio, exponiendo su funcionamiento dentro de la sociedad.

En el tercer capítulo de la presente memoria, se desarrollará el concepto de Valor, su estructura y determinación. En el mismo, se desarrollará una mención a

las políticas de endeudamiento, planes de negocios, políticas de reparto, entre otros. En el cuarto capítulo de esta memoria, se tratará cómo las decisiones que toman los administradores de la sociedad anónima se relacionan con las diferentes figuras de los negocios, fusiones y adquisiciones, plan de negocio, políticas de endeudamiento y riesgo, el mercado de capitales, entre otros. Finalmente, en el quinto capítulo y final, se expondrán las conclusiones.

1 DE LAS SOCIEDADES Y SU ADMINISTRACIÓN

1.1 Concepto De Sociedad

Diversos cuerpos legales se refieren a las sociedades, regulando distintas clases de sociedad. El único cuerpo legal que define el concepto de sociedad es el Código Civil, en su artículo 2.053 inciso primero. Señala al efecto que *“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.”* Y en su inciso segundo agrega *“La sociedad forma una persona jurídica, distinta de los socios individualmente considerados.”*¹

De acuerdo a la definición legal, se trata de un contrato, un acto jurídico bilateral que crea obligaciones. Esta obligación consiste en la estipulación de poner algo en común con la mira de repartir entre los socios los beneficios que ella genere. Es posible clasificar las sociedades en dos grupos: las sociedades de personas y las sociedades de Capital.

Luego, se puede apreciar que, en términos generales, es un contrato consensual, en que los socios sólo se obligan a efectuar un aporte, no siendo necesaria la entrega de éste.

La definición general señalada por el Código Civil indica que la sociedad es un contrato que presupone la confianza recíproca entre los socios. Este elemento no es necesario en las sociedades anónimas, las que, como se indicará más adelante, son sociedades de capital, para las que es indiferente la persona de los socios.

¹ Código Civil de la República de Chile. Santiago de Chile. 1 de enero 1855

La doctrina jurídica ha elaborado distintas clasificaciones de sociedad. Para efectos de la presente memoria, se mencionará aquella que distingue entre sociedades de personas y sociedades de capital. Las primeras se caracterizan por que el énfasis se encuentra en las personas que las conforman, es decir, los socios. A ellas se refiere el artículo 2.053 del Código Civil. En este tipo de sociedades, la muerte de uno de los socios pone término a la sociedad, salvo pacto en contrario; para que un tercero se incorpore a la sociedad, se requiere el consentimiento de los demás socios. Las sociedades de capital por su énfasis en el capital, en los aportes que estipulan sus accionistas, lo que conforma su patrimonio. Estas sociedades de capital, a su vez, pueden ser civiles o mercantiles. El distingo dice relación con el objeto social.

La sociedad mercantil se encuentra regulada en los 349 y siguientes del Código de Comercio y en subsidio supletoriamente por el Código Civil en lo referente a las sociedades colectivas, artículos 1053 y siguientes, y en particular la ley 3.918 sobre sociedad de responsabilidad limitada y la 18.046, sobre sociedades anónimas.

Para efectos de su administración, distinguiremos entre las diferentes clases de sociedades.

1.1.1 Respecto a la administración de la Sociedad de Responsabilidad Limitada

Se rigen, en general, por las mismas reglas establecidas para las sociedades colectivas. La administración corresponde a todos los socios, por sí mismos o a través de mandatarios. Así lo indica el inciso segundo del artículo 2.061 del Código de Bello. Sin perjuicio que estos puedan delegar la responsabilidad de administración en un socio o en un tercero extraño.

En las sociedades de responsabilidad limitada prima la autonomía de la voluntad. Si nada se dice respecto a la administración, la ley entiende que todos los socios administrarán la sociedad y que se entregan un mandato tácito y recíproco para realizar todos aquellos actos que sean propios del giro ordinario de la sociedad.

Cada uno de los socios tiene derecho a oponerse a la consumación de los actos, salvo que se refiera a la mera conservación de los bienes comunes. Mientras no se resuelva, se paralizan las gestiones y resolverá por mayorías simples. Sin embargo, el artículo 390 del Código de Comercio señala que el acuerdo de la mayoría sólo obliga a la minoría en materias de mera administración o dentro del giro ordinario. Si no se refiere a estas materias, se requiere de un acuerdo unánime.

De acuerdo a lo señalado en el párrafo anterior, las decisiones de destinación de los recursos en diferentes tipos de inversión, relacionadas en el giro operarán por mayoría. Si están fuera del giro ordinario, las decisiones se tomarán por unanimidad. Sin embargo, si uno de los socios actúa sin respetar los acuerdos, obliga a la sociedad y a todos sus socios a cumplir el contrato, contra los terceros de buena fe, sin perjuicio que los demás socios después tengan acción en su contra para indemnizarlo, de acuerdo a lo señalado por el artículo 390 del Código de Comercio.

Como se señaló anteriormente, la ley otorga libertad para la administración de la sociedad de responsabilidad limitada. Incluso es posible que la administración pueda efectuarse de acuerdo a las normas de las sociedades anónimas. Puede ocurrir que se pidan créditos, que se exija por los acreedores que la empresa se adscriba a cierto modelo de administración. Nos referimos a los Controladores externos, que pueden ser acreedores, proveedores, el dueño de la marca principal que se explota, entre otros. Puede ocurrir que en el contrato de licencia, de financiamiento, de prestación de servicios establezca obligaciones, como por ejemplo, que la Sociedad de Responsabilidad Limitada se rija por modelos de administración corporativas, so pena de perder los beneficios del contrato.

1.1.2 Sobre la administración de la sociedad anónima

La Ley 18.046 señala que la administración de la sociedad anónima radica en un órgano social, que es el directorio. Es el órgano de gestión por antonomasia en la sociedad anónima. Es el órgano al que la ley le confiere la administración

superior de la sociedad y esto no se puede alterar por los accionistas sin afectar la naturaleza misma de la sociedad. Pero, además, este elemento despersonaliza la administración, porque los miembros del directorio no son, cada uno de ellos, administradores sociales. La administración pertenece al órgano que en general tiene amplia administración de la sociedad en todo, salvo aquello que la ley o los estatutos han confiado a la junta general de accionistas. Para dar absoluta relevancia a este fenómeno, la ley establece además que los directores ya no son mandatarios de los accionistas, sino que ahora deben velar por los intereses de la sociedad aun por sobre los intereses de los accionistas que los designaron, factor del que emerge lo que universalmente se conoce como la responsabilidad fiduciaria de los directores para con la sociedad. Puga considera que la sociedad anónima se administra y altera por sí misma, al tratarse de un órgano de la sociedad que tiene su propia voluntad y no la de los accionistas ni la de los directores individualmente considerados.

El directorio de la sociedad anónima la representa judicial y extrajudicialmente y para el cumplimiento del objeto social. La ley señala que tendrá todas las facultades que señale la ley y que los estatutos no hayan entregado a la junta general de accionistas. Las facultades del directorio podrán ser delegadas a los gerentes, subgerentes y otros ejecutivos.

Dentro de las funciones del directorio, podemos mencionar grosso modo las siguientes:

1. Gobernar la organización de la compañía, estableciendo políticas y objetivos
2. Seleccionar, avalar y revisar las actuaciones de los cargos gerenciales.
3. Asegurar la disponibilidad de los adecuados recursos financieros
4. Proveer a la compañía de presupuestos anuales
5. Rendir cuenta a los accionistas por el desempeño de la compañía
6. Establecer el monto de sus remuneraciones

Por otro lado, debemos distinguir entre los dueños de la empresa y quienes ejercen la administración de la empresa. Ellos han sido encomendados o mandatados por los entes o estructuras anteriormente señaladas. En el caso de las sociedades anónimas, los dueños son los accionistas, en las limitadas son los socios. Respecto a la administración, en las sociedades anónimas la llevan a cabo a los directores, los directores suplentes, el comité de directores (en ciertas sociedades), el director independiente, el gerente y el ejecutivo principal. Son diversos personajes que estarán presentes dependiendo del tipo de sociedad anónima que se trate.

De acuerdo a lo indicado por Juan Esteban Puga², tanto en los estados Unidos como en el Reino Unido la administración de las corporaciones puede no estar en manos de un órgano, sino en manos de una o varias personas y no necesariamente naturales.”

Lo esencial de la sociedad anónima es que se trata de una forma asociativa no de personas, sino de capitales, “[...] los derechos de los asociados se traducen en acciones que representan una fracción del capital social. Felipe de Solá Cañizares, admitiendo lo difícil de dar una definición universal de sociedad anónima por las variantes que se dan de país a país, nos dice que es una persona jurídica formada por miembros que hacen aportaciones para un fondo común y que representan el límite de su responsabilidad personal y que tales aportaciones forman el capital social representado por acciones libremente transmisibles, estructurándose la persona jurídica en base a una organización que distingue y reglamenta con funciones propias el conjunto de los socios, la administración y la fiscalización”³

² PUGA, Juan Esteban. La Sociedad Anónima y Otras Sociedades por Acciones en el Derecho. Editorial Jurídica. 2011, p. 75.

³ PUGA, Juan Esteban. La Sociedad Anónima y Otras Sociedades por Acciones en el Derecho. Editorial Jurídica. 2011, p. 75.

1.2 La Sociedad Anónima

La Ley 18.046 define en su artículo 1 a la sociedad anónima como “una persona jurídica formada por la reunión de un fondo común, suministrado por accionistas responsables sólo por sus respectivos aportes y administrada por un directorio integrado por miembros esencialmente revocables”⁴. Puga critica la definición legal de la sociedad anónima, señalando, los siguientes argumentos:

1. La sociedad anónima no surge de la reunión de un fondo común. Para Puga, este fondo no es común, porque forma parte de la sociedad anónima. Además, no es obligación para el nacimiento de la sociedad anónima que el patrimonio se encuentre conformado sólo por dinero. Perfectamente podría integrarse por otros bienes.
2. Los accionistas no son responsables hasta el monto de sus aportes. Los accionistas nunca responden de las obligaciones de la sociedad para con terceros.
3. La Ley no hace referencia a las acciones. “No puede haber sociedad si no hay acciones”⁵, señala Puga.
4. Finalmente, Puga señala que la destinación del fondo indicado por la ley no es de afectación ilimitada. La Ley de Sociedades Anónimas es muy estricta al indicar que una sociedad que se constituye como tal debe expresar el o los objetos específicos de la sociedad anónima.
5. Finalmente, Puga concluye que la sociedad anónima es un instrumento colectivo de inversión. Nosotros consideramos que lo principal en este instrumento es generar de manera continua valor dentro de ella, para mejorar la inversión efectuada por los accionistas. Luego, este patrimonio es administrado por un órgano llamado directorio y no por personas.

⁴ Ley 18.046. Artículo 1. Diario Oficial de la República de Chile, Santiago, Chile, 22 de octubre de 1981.

⁵ PUGA, Juan Esteban. La Sociedad Anónima y Otras Sociedades por Acciones en el Derecho. Editorial Jurídica. 2011, p. 78.

Puga finaliza su argumento proponiendo una definición de sociedad anónima. La esboza resaltando la tenencia de acciones como el título para pertenecer a la sociedad. En efecto, señala que “Vistos así los elementos de una sociedad anónima, diremos que es una sociedad constitutiva de un patrimonio con personalidad jurídica con una o más finalidades económicas específicas cuyos partícipes detentan sus derechos económicos y políticos mediante la tenencia de títulos denominados acciones, que representan el valor de dicho patrimonio y que es administrado por un órgano cuyos miembros son esencialmente revocables”⁶.

La doctrina está conteste en cuanto a afirmar que la sociedad anónima no es una sociedad, habida consideración que su naturaleza no se ajusta a la definición del contractualista del artículo 2.053 del Código Civil: en las sociedades anónimas, entre los accionistas, no existe un contrato. En la constitución de una sociedad anónima se puede rescatar alguna noción contractual, pero debe llamar la atención de todos que los fundadores, que en el caso de Chile y no en todas las latitudes, requieren ser accionistas, bien pueden suscribir porcentaje insignificante de capital social y, es más, dejar de ser accionistas acto seguido de constituir la sociedad. Además, entre los accionistas no existe de verdad el pacto de poner algo en común. Ese acuerdo se haya entre el accionista y la sociedad. Es el “fondo”, el “patrimonio” el que está dotado de personalidad jurídica y no el ente ficticio de la sociedad aunada en el contrato social. Este fenómeno es básico en la sociedad anónima y nos ha de orientar a lo largo de todo este texto.⁷

A diferencia de las personas naturales, las personas jurídicas tienen un ámbito de actuación. La función de esta especificidad es una sola, proteger a los accionistas, de modo tal que la administración de la sociedad no pueda alterar la finalidad económica del patrimonio social embarcando a la sociedad en

⁶ PUGA, Juan Esteban. La Sociedad Anónima y Otras Sociedades por Acciones en el Derecho. Editorial Jurídica. 2011, p. 80.

⁷ PUGA, Juan Esteban. La Sociedad Anónima y Otras Sociedades por Acciones en el Derecho. Editorial Jurídica. 2011, p. 80.

actividades no queridas por los accionistas. Esta limitación ha dado origen en el Derecho sajón a una amplia doctrina del denominado ultra vires, que tiene por destino definir el ámbito de actuación de la sociedad previsto en los actos de fundación o modificación. Hoy esas limitaciones pierden interés en el derecho universal, pero al tratar del objeto de la sociedad, veremos que aún tienen alguna importancia.

La administración de la sociedad anónima, como ya se indicó anteriormente, es atribuida por ley a una realidad objetiva, que es la institución del directorio. El directorio es el órgano al que la ley le confiere la administración superior de la sociedad y esto no puede alterarse por los accionistas sin afectar la naturaleza misma de la sociedad. Pero además este elemento despersonaliza la administración, porque los miembros del directorio no son, cada uno de ellos, administradores sociales. La administración pertenece al órgano que en general tiene amplia administración de la sociedad en todo, salvo aquello que la ley o los estatutos han confiado a la junta general de accionistas.

Para dar absoluta relevancia a la institución jurídica del directorio, la ley establece además que los directores ya no son mandatarios de los accionistas, como los calificaba el Código de Comercio y, es más, que deben velar por los intereses de la sociedad aun por sobre los intereses de los accionistas que los designaron, factor del que emerge lo que universalmente se conoce como la responsabilidad fiduciaria de los directores para con la sociedad.⁸

En resumen, la sociedad anónima más que una sociedad es un instrumento colectivo de inversión. No son relevantes sus accionistas ni en la existencia, ni en la administración. Lo relevante es este patrimonio de afectación dotado de personalidad jurídica, administrado por un órgano y no por personas naturales.

⁸ PUGA, Juan Esteban. La Sociedad Anónima y Otras Sociedades por Acciones en el Derecho. Editorial Jurídica. 2011, p. 81.

1.3 De la administración de las sociedades anónimas

Respecto de la administración de las sociedades anónimas, podemos decir que se compone de ciertos órganos fundamentales: 1) junta de accionistas 2) el directorio 3) el gerente o factor.

1.3.1 La Junta de Accionistas

De acuerdo a los postulados de Puga, la junta de accionistas es más un órgano de constitución que de administración. Esto es, no participa de manera constante en las operaciones ordinarias de la compañía. Para efectos de la presente memoria, se considera necesario apreciar a la sociedad anónima como un instituto jurídico en que principalmente los directores y sus gerentes son quienes manejan constantemente las decisiones ordinarias de la misma. Sin perjuicio de lo anterior, de acuerdo a la ley, sí tiene participación en ciertas actividades de la compañía, como es, por ejemplo, la enajenación de activos sustantivos, la disminución o el aumento del capital, la constitución de garantías y las demás que les encomienden los estatutos sociales.

1.3.2 El Directorio

A modo de introducción, se puede mencionar que el directorio es el órgano de gestión al que la ley otorga la administración de la sociedad anónima. Es labor del directorio velar por el cumplimiento de las políticas comerciales y objetivos de la compañía. Si se relaciona a la sociedad anónima con los elementos de los actos jurídicos, es posible mencionar que el directorio, junto con la junta de accionistas, son elementos de la esencia de la sociedad anónima. De no haber directorio o junta de accionistas, no existirá la sociedad anónima.

Para efectos de la presente memoria, se comparte el postulado del profesor Puga, en cuanto “el verdadero gestor del día a día de la compañía es el gerente o factor. Los actos y contratos y la gestión en el día a día de la compañía es asunto no de un órgano, sino de personas naturales. En las sociedades anónimas esas

personas naturales son los gerentes, partiendo por el gerente general y otros gerentes que designe la entidad.”⁹

1.3.3 El Gerente de la Sociedad Anónima

De acuerdo al Código de Comercio, “el factor es el gerente de un negocio o de un establecimiento comercial o fabril, o parte de él, que lo dirige o administra según su prudencia por cuenta del mandante.”¹⁰

Puga plantea una característica no analizada en las sociedades anónimas: es el líder dentro de la compañía, pues él debe investigar y elaborar planes de desarrollo. Luego, el directorio toma las decisiones basado en esta información.

⁹ PUGA, Juan Esteban. La Sociedad Anónima y Otras Sociedades por Acciones en el Derecho. Editorial Jurídica. 2011, p. 348.

¹⁰ Código de Comercio. Artículo 237. Diario Oficial de la República de Chile, Santiago, Chile, 23 de noviembre de 1865.

2 DEL DIRECTORIO

2.1 ¿Qué Es? ¿Cómo se Designa?

De acuerdo a lo preceptuado por la Ley 18.046, el directorio se encuentra tratado en el título IV de la misma, denominado de sociedades anónimas se refiere al Directorio, en el Titulo IV, De La Administración De La Sociedad. La misión principal del directorio consiste en la administración de la sociedad.

De acuerdo a los postulados de Puga, la institución del directorio trasciende a la persona del director. Basa su planteamiento en que la administración de la sociedad anónima se entrega al directorio y no al director. Así se desprende de la propia definición del artículo 1 de la Ley 18.046, de la que fluye que la administración queda entregada al directorio más que a los directores individualmente considerados. Luego, funda su postulado en el artículo 39 del mismo cuerpo legal, en cuanto a la circunstancia de que las funciones del director se ejerzan “colectivamente” y en “sala legalmente constituida”.

Cabe mencionar como un elemento importante, derivado del funcionamiento del directorio como una unidad institucional es que los directores no son mandatarios de los accionistas. Los accionistas eligen a los directores, pero éstos no tienen obligaciones para con aquellos. La principal misión del director es tener los intereses de la sociedad por sobre cualquier otro interés. Esta obligación tiene una significación objetiva, la que se traduce en que el directorio de propender a la obtención de lucro por parte de la sociedad. Y esto se logra a través de la creación de valor.

De acuerdo a los postulados de Puga, esta preponderancia de los intereses de la sociedad por sobre otros intereses, tiene una contrapartida, la que se encuentra en que los accionistas no son responsables del actuar de los directores.

2.2 ¿Qué Función Cumple el Directorio de la Sociedad Anónima?

Como se ha mencionado anteriormente, la función del directorio es la administración de la sociedad anónima. Es posible apreciar que dentro de las dos grandes instituciones de la sociedad anónima, la junta de accionistas y el directorio, se han distribuido dos grandes tareas: el capital, la toma de decisiones importantes respecto a ella, como su aumento, disminución, entre otras acciones, corresponde a la junta de accionistas. La administración de la sociedad anónima, corresponde al directorio. Analizando la Ley 18.046, el directorio tiene dos facultades: facultades de administración y facultades para convocar a junta de accionistas.

2.2.1 Facultades de administración

Se encuentran indicadas en el artículo 40 de la Ley 18.046. “El directorio de una sociedad anónima la representa judicial y extrajudicialmente y para el cumplimiento del objeto social [...] está investido de todas las facultades de administración y disposición que la ley o el estatuto no establezcan como privativas de la junta de accionistas, sin que sea necesario otorgarle poder especial alguno, inclusive para aquellos actos o contratos respecto de los cuales las leyes exijan esta circunstancia”¹¹.

De acuerdo a Puga, de la norma transcrita parecen desprenderse cuatro limitaciones a las facultades de administración del directorio.

En primer término, limita su órbita de actuación al objeto social, pues todas esas amplias facultades están ordenadas al “cumplimiento del objeto social”. Así, una sociedad inmobiliaria que se dedica a explotar espectáculos públicos estaría actuando fuera de su esfera y el directorio por ello no está facultado para representar a la sociedad.

¹¹ Código de Comercio. Artículo 40. Diario Oficial de la República de Chile, Santiago, Chile, 23 de noviembre de 1865.

Esto es más importante de lo que parece, porque la representación del directorio no emana de un acto o contrato o de la junta de accionistas, sino de la ley.

El segundo límite a las atribuciones absolutas del directorio es la ley, pero sólo en el sentido de que existen asuntos propios de la administración de una sociedad que no son resorte del directorio, sino, según la ley, de la junta de accionistas. Así, la distribución de utilidades del ejercicio anterior, la fijación de la remuneración de los miembros del directorio, la designación misma del directorio, la designación de los controladores o fiscalizadores de la administración (inspectores de cuentas o auditores externos), la emisión de bonos o debentures convertibles en acciones; el otorgamiento de cauciones para garantizar obligaciones de terceros no filiales; la enajenación de parte sustancial del activo, etc., son facultades que la Ley de Sociedades Anónimas no deja al arbitrio del directorio, sino de la junta general ordinaria o extraordinaria de accionistas.

Un tercer ámbito de límites proviene de la propia modificación que hagan los accionistas de los estatutos sociales. Estas modificaciones tienen límites: se debe mantener la esencia que la administración la ejerce el directorio. Como se mencionó anteriormente, es un elemento de la esencia de la sociedad anónima.

En general, las limitaciones dicen relación con las facultades de disposición, montos para celebrar ciertos tipos de actos jurídicos.

2.2.2 Facultad de convocar a juntas de accionistas

La convocatoria a juntas de accionistas es otra de las facultades fundamentales del directorio. De acuerdo a lo preceptuado por el artículo 58 de la Ley 18.046, las juntas sólo pueden ser convocadas por el directorio de la sociedad. No obstante esta indicación, hay casos en que la ley obliga al directorio a citar a junta de accionistas:

- a) Para la celebración de la junta anual ordinaria.
- b) Cuando lo soliciten accionistas que representen al menos un 10% de las acciones con derecho a voto. En el caso de las sociedades anónimas, cerradas

cuando el directorio no atiende al requerimiento de estos accionistas, accionistas que representen el 10% o más de las acciones con derecho a voto, pueden convocar ellos mismos a la junta ordinaria o extraordinaria, mediante la publicación de un aviso en un diario de circulación nacional, que debe expresar fecha, hora y objetos de la convocatoria.

c) Cuando lo determine la SVS, respecto de sociedades abiertas o las especiales sometidas a su control.

d) El directorio tiene también la obligación de citar a junta de accionistas cuando la sociedad ha cesado en el pago de una o más de sus obligaciones o cuando ha sido declarada en quiebra por resolución ejecutoriada.

e) Artículo 58, número 2 de la Ley de Sociedades Anónimas, siempre que a su juicio los intereses de la sociedad lo justifiquen. En la práctica, se puede apreciar que cuando las sociedades se ven envueltas en negocios de cuantías mayores, puede requerir de acuerdos que la ley o los estatutos obligan que sean aprobados por la junta de accionistas.

f) Artículo 34 Ley de Sociedades Anónimas, cuando no se produce la renovación del directorio por no haberse llevado a efecto la junta llamada a renovarlo.

En las sociedades anónimas cerradas, de acuerdo al artículo 60 de la Ley 18.046, las alternativas son dos: pueden reunirse los accionistas sin convocatoria. Puga recuerda que, de acuerdo a la Ley 20.382, el 10% de las acciones con derecho a voto puede convocar a una junta, sea ordinaria o extraordinaria, si el directorio no accede a su petición.

2.3 De la Responsabilidad del Directorio

Como se mencionó anteriormente, la Ley de Sociedades Anónimas se elabora bajo el presupuesto que el fin de la empresa es la generación del lucro. Tal es dicho principio, que los directores tienen una obligación objetiva, que es

tener como interés primordial a la sociedad, lo que se traduce en la obtención de lucro y generación de valor. De esta forma, las personas llamadas a integrar al órgano administrador, no importando el nicho de negocios de que se trate, limitarán su responsabilidad a la administración de la sociedad, siempre teniendo en cuenta el fin máximo de la misma.

Para efectos de la presente memoria, se conceptualizará la responsabilidad como “todo acto voluntario realizado con o sin la intención de producir efectos jurídicos origina para su autor la consiguiente responsabilidad, de manera que – dándose los otros supuestos para su generación-, las consecuencias del acto son imputables a su autor, ya sea en cuanto a la reparación del daño que ese acto haya podido producir por el no cumplimiento de las obligaciones contraídas (responsabilidad contractual), ya sea por la ejecución del acto mismo (responsabilidad extracontractual) o, incluso, por la omisión de un deber o por el ejercicio de un derecho en la formación del consentimiento que dan origen a un daño (responsabilidad precontractual).¹² El fundamento de la responsabilidad se encuentra en el daño, es decir, en el incumplimiento de un deber que causa daño.

La responsabilidad jurídica comprende las obligaciones nacidas como consecuencia de un acto voluntario que produce un daño privado, llamada responsabilidad civil y, por la otra, las obligaciones que surgen en razón de la comisión de un daño social, denominada responsabilidad penal. Como consecuencia de la distinta naturaleza del daño, la sanción en ambos casos es diferente. En materia penal reviste el carácter de castigo, a través de la imposición de una pena. En cambio, en materia civil, lleva envuelta la idea de reparación, expresada en el principio de que todo acto ejecutado por una persona, con o sin la intención de producir efectos jurídicos, que causa daño a otro, crea para su autor la obligación de repararlo.

¹²¹² ORREGO, Juan Andrés: La Responsabilidad Extracontractual. Delitos y Cuasidelitos Civiles. [En línea]. Documento actualizado al 27 de febrero de 2013. Fecha de consulta: 03 noviembre 2013. Disponible en: www.juanandresorrego.cl

Siguiendo la estructura de Orrego, este principio puede tener su origen en diversas fuentes en la que pasa a tomar su particular denominación. La responsabilidad contractual nace cuando el daño resulta del incumplimiento de la obligación contraída. No existiendo un nexo obligatorio, todo hecho culpable o doloso que cause daño a otro da origen a la responsabilidad extracontractual.

Para efectos de tratar la responsabilidad de los directores, es necesario tener en consideración principalmente los artículos 41 y 133 de la Ley de Sociedades Anónimas.

El artículo 41 de la citada Ley reitera los términos jurídicos de la generalidad de nuestra legislación respecto al grado de culpa del que responderán los directores y establece la responsabilidad solidaria por los actos de los demás directores en el ejercicio de sus atribuciones. Señala que *“Los directores deberán emplear en el ejercicio de sus funciones el cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios y responderán solidariamente de los perjuicios causados a la sociedad y a los accionistas por sus actuaciones dolosas o culpables. Es nula toda estipulación del estatuto social y todo acuerdo de la junta de accionistas que tienda a liberar o a limitar la responsabilidad de los directores a que se refiere el inciso anterior. La aprobación otorgada por la junta de accionistas a la memoria y balance presentados por el directorio o a cualquier otra cuenta o información general, no libera a los directores de la responsabilidad que les corresponda por actos o negocios determinados; ni la aprobación específica de estos los exonera de aquella responsabilidad, cuando se hubieren celebrado o ejecutado con culpa leve, grave o dolo”*.¹³

Luego, el artículo 133 de la Ley en comento señala que *“La persona que infrinja esta ley, su reglamento o, en su caso, los estatutos sociales o las normas que imparta la Superintendencia ocasionando daño a otro, está obligada a la*

¹³ Ley 18046. Ley Sociedades Anónimas. Diario Oficial de la República de Chile, Santiago, Chile, 22 de octubre de 1981.

indemnización de perjuicios. Lo anterior es sin perjuicio de las demás sanciones civiles, penales y administrativas que correspondan. Por las personas jurídicas responderán además civil, administrativa y penalmente, sus administradores o representantes legales, a menos que constare su falta de participación o su oposición al hecho constitutivo de infracción. Los directores, gerentes y liquidadores que resulten responsables en conformidad a los incisos anteriores, lo serán solidariamente entre sí y con la sociedad que administren, de todas las indemnizaciones y demás sanciones civiles o pecuniarias derivadas de la aplicación de las normas a que se refiere esta disposición.”¹⁴

Para Puga el régimen de responsabilidad civil de los directores de las sociedades anónimas es único y ordenado esencialmente bajo el estatuto de la responsabilidad extracontractual. Para él es infundado distinguir en esta materia si se trata de responsabilidad contractual o extracontractual, porque la ley fija claramente el ámbito de responsabilidad de los directores y el grado de culpa sobre que actúa dicha responsabilidad. Sólo vale la pena tomar en consideración la distinción entre responsabilidad contractual y extracontractual para efectos de fijar el plazo de prescripción de la acción de perjuicios, pues por responsabilidad extracontractual es de 4 años, en contraste con la acción ordinaria de 5 años, la que parece procedente para Puga. Considera que la responsabilidad de los directores es siempre personal y subjetiva y la solidaridad sólo afecta a aquellos directores que personal y culpablemente participaron en la producción del daño. Así lo concluye a partir del segundo inciso del artículo 133 de la Ley de Sociedades Anónimas.

La circunstancia que en materia de responsabilidad contractual la culpa se presume tampoco es de interés para Puga, habida consideración que las obligaciones de los directores no son obligaciones de resultados, sino de

¹⁴ Ley 18046. Ley Sociedades Anónimas. Diario Oficial de la República de Chile, Santiago, Chile, 22 de octubre de 1981.

medios¹⁵. De tal manera, el actor siempre deberá acreditar que ha operado la falta del debido cuidado o diligencia del director demandado.

En aquellos casos en que el director quiera sustraerse a la responsabilidad solidaria que impone la ley, pues la normativa extiende esta responsabilidad a todos los integrantes del órgano y sólo puede “salvar” su responsabilidad el director que expresamente manifestó su disenso. Adquiere relevancia en este punto la distinción doctrinaria de los actos jurídicos, en cuanto en lo referido a los actos jurídicos unilaterales, porque se clasifican en unipersonales o pluripersonales y estos últimos, a sus vez, se clasifican en colectivos o complejos. En lo pertinente a esta memoria, los actos jurídicos unilaterales, pluripersonales colectivos, son aquellos constituidos por dos o más declaraciones de voluntad que, teniendo un mismo contenido, se suman sin fundirse, con el objeto de crear una manifestación de voluntad colectiva. Mirado desde afuera, existe una sola manifestación de voluntad. Mirado desde adentro, la manifestación de voluntad es el resultado de la suma de diversos actos, que no se confunden, pero mantienen su individualidad.¹⁶ Por lo tanto, aquellos directores que quieran salvaguardar su responsabilidad, deben dejar constancia en actas de su oposición a la decisión de la mayoría.

En consecuencia, Puga señala que el régimen aplicable a los directores es el de la responsabilidad extracontractual, no porque sea el régimen supletorio, sino porque esa fue la decisión del legislador.

¹⁵ De acuerdo a lo señalado por el profesor Juan Andrés Orrego, las obligaciones de medios son aquellas en que el deudor asume el deber de observar una conducta diligente para alcanzar el resultado deseado por las partes, que cede en beneficio del acreedor. El deudor cumple su obligación, sea que se cumpla o no la prestación convenida, a condición de que su comportamiento haya sido prudente y diligente. En cambio, la obligación de resultados supone que el obligado debe cumplir efectivamente con la prestación convenida. Así, por ejemplo, el arquitecto se obliga a construir una casa y entregarla “llave en mano” en cierto plazo. Orrego, Juan Andrés. Teoría de Las Obligaciones 1. [En línea]. 2012. Fecha de consulta: 31 octubre 2013. Disponible en: www.juanandresorrego.cl

¹⁶ Orrego, Juan Andrés. Teoría del Acto Jurídico 1. [En línea]. 2012. Fecha de consulta: 31 octubre 2013. Disponible en: www.juanandresorrego.cl

Para el profesor Enrique Alcalde, en cambio, la responsabilidad de los directores se inserta dentro de la responsabilidad contractual. Postula que lo primero que se debe considerar es la naturaleza jurídica del vínculo que existe entre los directores y la sociedad. Destaca que esta relación no es uniforme a nivel mundial, ya que en algunos ordenamientos jurídicos los directores son meros mandatarios. En cambio, para la legislación nacional, los directores forman parte de un órgano denominado Directorio. Luego alude a algunos ejemplos de estas diferencias citando el sistema anglosajón, y las doctrinas germánicas.

De acuerdo a la doctrina anglosajona, se alude al sistema *ultra vires* o de especialidad de la sociedad. *Ultra vires* viene del latín y significa “más allá de la competencia”. En el ámbito de la aplicación jurídica se utiliza para hacer referencia a actos que realizan las entidades jurídicas, ya sea de derecho público o derecho privado que se encuentran más allá de sus competencias, que están fuera de lo que la ley les autoriza. Aplicado al derecho comercial, ámbito donde ubicamos a las sociedades anónimas, el término *ultra vires* se relaciona, como el mismo Alcalde menciona, con el objeto social o giro. De esta manera, cuando lo aplicamos a las sociedades anónimas, el campo de acción de los directores va a quedar determinado por el objeto social, descrito en los estatutos. Lo mismo ocurre con las otras formas asociativas comerciales. Es decir, la sociedad comercial podrá desarrollar las actividades enunciadas en el pacto social, pero cualquier acto de la sociedad que no se enmarque dentro de estas actividades se considerará *ultra vires* porque estará fuera de la competencia de la sociedad.

Alcalde menciona la doctrina germánica, para aludir a la *prokura*, figura reglada en el Código de Comercio alemán y que se refiere a una relación de mandato. Se estima responsable a la sociedad por todos los actos que realicen sus administradores.

En Chile, la administración y la representación se encuentran regladas por normas de orden público. De hecho, la Ley de Sociedades Anónimas en su artículo primero dice que la sociedad anónima es “una persona jurídica formada por la reunión de un fondo común, suministrado por accionistas responsables sólo

por sus respectivos aportes y administrada por un directorio integrado por miembros esencialmente revocables”, esto es sin perjuicio del que el Directorio, como órgano pueda delegar estas funciones en otras personas como los son los gerentes y subgerentes. La ley no distingue entre la administración y la dirección de una sociedad, confundiendo en un solo órgano ambas facultades.

Así las cosas y, considerando el artículo 40 de la Ley de Sociedades Anónimas, el Directorio está dotado de todas las facultades administrativas y de gestión que no sean privativas de la Junta Extraordinaria de Accionistas, o de los estatutos sociales establezcan. A contrario sensu, todo aquello que por ley o por los estatutos sociales se establezca como facultad exclusiva de la Junta de Accionistas, el Directorio está facultado para gestionar.

El mismo artículo citado establece que las facultades del directorio se entregan con el fin que éste pueda dar cumplimiento al objeto social. Por lo tanto, el directorio es responsable por las actuaciones que realice, respecto de los accionistas y respecto de terceros, puesto que el precepto agrega “... lo que no es necesario acreditar ante terceros”. Dicho de otra forma, el directorio es responsable por los actos de administración que ejerza mientras los haga dentro del giro u objeto social. Sin embargo, las actuaciones que este órgano realice siempre lo obligará con terceros, estén dentro del giro o no lo estén, ya que es la ley quien exime al directorio acreditar frente a terceros que se está actuando dentro del giro.

“De todo lo expuesto en precedencia, se colige entonces, como primera conclusión, que la sociedad queda *directa e inmediatamente* obligada, frente a terceros, por aquello que en su nombre se haya obrado por el directorio o gerencia, y aun cuando en ciertos casos la correspondiente actuación no califique dentro del giro u objeto social, o que incluso deba estimarse ilícita. Por ello, no existe en estos casos la denominada “responsabilidad por el hecho ajeno”, desde

que ha sido la propia ley la que ha establecido esta especie de responsabilidad *personal* de la persona jurídica”.¹⁷

Ahora bien, cuando el ilícito consta en una sentencia judicial que dé fe del incumplimiento administrativo de un director o gerente, será más conveniente demandar en sede civil no a la sociedad, sino que al propio director o gerente. Por encontrarse acreditado el hecho, la demandar la indemnización de perjuicios en sede civil será más expedito.

Para Alcalde la responsabilidad que cabe entre los terceros y los administradores por actos realizados por ellos es contractual. Si “la responsabilidad del director pretende hacerse efectiva por un tercero, aunque este se halle vinculado contractualmente con la sociedad [...], tal responsabilidad no puede sino ser calificada de extracontractual. [...] El principio de la relatividad del contrato y, por el otro, que tal especie de responsabilidad constituye a nuestro juicio el régimen aplicable tratándose de infracciones legales [...] en el evento que sea un accionista quien se dirija en contra el director, en cuanto tampoco se encuentran ambos ligados en virtud de un contrato.”

“Distinta resulta ser la situación si se trata de una acción que pretenda intentar la sociedad contra su director, v.gr., ejercitando la acción de reembolso, tema en el cual no es posible exhibir la misma claridad en las conclusiones que cabe formular al respecto.”¹⁸

Alcalde está de acuerdo con la doctrina mayoritaria al afirmar que respecto de terceros o de los accionistas individualmente considerados, la responsabilidad que le cabe a un director es naturaleza extracontractual. Difiere con la doctrina

¹⁷ ALCALDE Rodríguez, Enrique. La responsabilidad de los directores de sociedades anónimas. Página 33.

¹⁸ ALCALDE Rodríguez, Enrique. La responsabilidad de los directores de sociedades anónimas. Página 34.

mayoritaria respecto de la responsabilidad que cabe al director respecto de las acciones que puedan emanar de la sociedad misma.

Es de especial interés para los memoristas determinar qué responsabilidad cabe para los administradores de una sociedad, respecto de la sociedad misma, como se apreciará en los capítulos siguientes que se dedicarán al “Valor”, podemos apreciar que respecto de la creación de valor y conservación de valor, las decisiones administrativas tienden a relacionarse con el interés social. Considerando que el fin último de toda asociación es la creación de valor, o la generación de riquezas.

Siguiendo a Alcalde, lo primero que hay que determinar es la naturaleza jurídica del vínculo que une a los directores y demás administradores sociales, con la sociedad.

“... Se plantea la cuestión de que si la responsabilidad se exige al órgano como tal o a sus miembros, es decir, a las personas físicas que asumen el ejercicio de las competencias establecidas legal o estatutariamente. Por otro lado – y en relación con aquellos supuestos en que el cargo de administrador corresponda a una persona jurídica, obligada *ex lege* actuar a través de una persona física titular de la posición de órgano–, deberá resolverse el problema de a quién corresponde imputar la conducta de la que se deriva la responsabilidad y las consecuencias patrimoniales de esta última.”

“Lagos hace ver que la responsabilidad de los directores ante los socios es evidentemente extracontractual, debido a que no existe contrato alguno entre ellos, pues ambos solo se encuentran jurídicamente vinculados a la sociedad. Empero, no existe igual claridad a la hora de calificar la relación entre los directores y la sociedad, existiendo en este sentido dos posibles respuestas que dependen, a su turno, de si se adopta la teoría de la representación o bien, la teoría del órgano. La primera, asimila la persona jurídica a un incapaz, que no puede manifestar su voluntad con efectos vinculantes y que, por lo mismo, no puede actuar por una persona dotada de capacidad de ejercicio.

Esta representación, por su parte, posee una importante peculiaridad, consistente en que se encuentra delimitada por el ejercicio propio de las funciones del cargo que ostentan los representantes en la sociedad, funciones que en gran medida se encuentran establecidas en la ley. Sin embargo, la fuente de la representación es un contrato celebrado entre la persona jurídica y su representante. De ahí que desde la perspectiva de esta teoría, la responsabilidad civil de los directores frente a la sociedad es contractual.

La teoría del órgano – que cuenta con el favor mayoritario de la doctrina – concibe, en cambio, a la persona jurídica como un ser con plena capacidad de obrar y que actúa por medio de sus miembros u órganos, de tal manera que los actos realizados por dichos órganos dentro de la esfera de la competencia de cada uno de ellos se consideran como actos de la persona jurídica, de modo que, desde un perspectiva jurídica, no existe intermediación alguna. Así, la persona jurídica posee capacidad de ejercicio, y actúa por medio de sus órganos, los cuales no son distintos de la misma, sino que generan su voluntad. Como consecuencia de esta opinión, se concluye que la responsabilidad civil de los directores con la sociedad tiene fuente legal, y le viene impuesta heterónomamente por el hecho de la aceptación del cargo. ¹⁹

Alcalde cita a Barros, quien indica que “basta atender a que los deberes de los directores y gerentes surgen de su relación orgánica con la sociedad, que no posee formalmente una naturaleza contractual. A eso se agrega que los deberes de los directores y gerentes están definidos por la ley y por actos corporativos unilaterales, como son los estatutos y los acuerdos de directorio,

¹⁹ ALCALDE, Enrique. “La Responsabilidad de los directores de Sociedades Anónimas”. Editorial Ediciones UC. 2013. P. 39-40.

respectivamente”. En base a lo anterior, Barros concluye que la responsabilidad de los directores y gerentes es extracontractual.”²⁰

Luego, Alcalde menciona a Varela Morgan, quien señala la naturaleza jurídica entre los directores y la sociedad tiene una naturaleza contractual y no orgánica. Para él estaríamos frente a un contrato innominado, que produce obligaciones recíprocas. Este contrato se perfecciona por la aceptación tácita o expresa de los directores. Las voluntades provienen por un lado de la junta general ordinaria de accionistas, quien nombra un directorio, y de la voluntad de los directores cuando aceptan el cargo.

Para los memoristas, se trata de una relación contractual en la medida, que se requiere el acuerdo de voluntades, voluntades que producen efectos jurídicos, por tanto estamos ante una convención, y esta convención, crea derechos y obligaciones, que se encuentran en la ley y en los estatutos, al tratarse de una convención que crea derechos y obligaciones para sus partes, estamos frente a un contrato por definición. Sin embargo, estamos frente a una figura sui generis, donde un acuerdo de derecho privado, que genera obligaciones para privados, tiene gran parte de sus actuaciones regladas, es decir, pareciera que es un contrato incompleto que se complementa con la ley. Donde la autonomía de la voluntad si bien es amplia, no puede ser contraria a la ley.²¹

Corral sostiene que no resulta razonable pensar que el vínculo entre sociedad y directores (individualmente considerados) sea de génesis legal. Una cosa, señala, es advertir que la ley regule detalladamente la figura y deberes del director y otra muy distinta es negar que existe la relación negocial típica de los contratos entre la sociedad que designa (a través de la junta de accionistas) y el director que acepta ejercer el cargo. De esta manera y, conforme a su opinión, la

²⁰ BARROS, Enrique (2006): *Tratado de responsabilidad extracontractual* (Santiago, editorial Jurídica de Chile) p. 825.

²¹ ALCALDE, Enrique. “La Responsabilidad de los directores de Sociedades Anónimas”. Editorial Ediciones UC. 2013. P. 42.

responsabilidad por los daños causados a la sociedad por el incumplimiento de los deberes del cargo de director, revestiría naturaleza contractual.”

Surge la pregunta, ¿Qué clase de responsabilidad cabe por la infracción de ley? No estamos hablando de infracción de ley penal. Por ejemplo, cuando se infringe una obligación que impone el Código Civil, por ejemplo, la obligación de pagar el precio de la cosa vendida al comprador, estamos frente a responsabilidad contractual. Obligación de entregar la cosa, contractual. En el caso de las servidumbres legales, también es contractual, parece que el incumplimiento de obligaciones impuestas por la ley, es responsabilidad contractual. Por lo tanto, el mismo principio debería aplicarse con la Ley de Sociedades Anónimas, la infracción de los deberes como director impuesto por ley debiera ser contractual siguiendo los principios generales del derecho civil. Si coexistieran las dos contractual y extracontractual, produciría que en el fondo la sociedad pudiese optar por u otra clase de acción.

“[...] La naturaleza extracontractual de la responsabilidad de los directores, sobre la vinculación de estos con la sociedad anónima en que ejercen el cargo, se ve complementada por el hecho de que la regla general, conforme a la propia LSA, es que la culpa de tales administradores no se presume, sino que deba probarse, lo que obviamente no ocurre tratándose de la responsabilidad contractual, en la cual impera precisamente la regla opuesta”²² Esta circunstancia es opinable a juicio de los memoristas, ya que la regla general, de acuerdo a lo señalado en el código Civil, es que el incumplimiento se presume culpable. Esto no implica que lo que impera es la presunción de la culpa: si en la ejecución o cumplimiento de un contrato, el daño se produce a consecuencia de un incumplimiento, entonces se presume culpable. Pero si el daño no se produce producto del incumplimiento, habrá que probar la culpa.

²² ALCALDE, Enrique. “La Responsabilidad de los directores de Sociedades Anónimas”. Editorial Ediciones UC. 2013. P. 43.

Es necesario mencionar el artículo 45 del Código Civil, que establece ciertas presunciones de culpabilidad. Enumera una serie de hechos que, de no ser cumplidos hay presunción de culpa. De esta manera no se altera la norma general sino que se insiste en la norma contractual de responsabilidad. Lo que ocurre, es que ni la ley ni los estatutos tienen un tratamiento claro de los deberes y obligaciones de los directores. En este sentido, no se trata de alterar la regla general respecto de la culpa contractual sino que la ley viene a actuar en situaciones específicas en que puede enumerar determinados incumplimientos en que si es posible y con toda claridad establecer ese incumplimiento.

También cabe mencionar el hecho de que la Ley de Sociedades Anónimas, en su artículo 41, ha tenido que establecer expresamente que los directores responden solidariamente por sus actuaciones dolosas y culpables. Si la regla general fuese la responsabilidad aquiliana, en ella no cabría establecer que los directores responden solidariamente ya que la solidaridad es la regla general en la extracontractual. Luego establece que tipo de culpa le cabe a los directores estableciendo que es la culpa leve, el cuidado de un hombre juicioso, si se tratase de culpa extracontractual esta distinción es ociosa puesto la culpa extracontractual no admite grado, tampoco hubiese tenido la necesidad de establecer que responden de culpa y dolo, puesto que si la norma fuese extracontractual este distingo en materia civil es ocioso.

Hay que tener en cuenta que bajo las teorías económicas modernas, hay una tendencia a que se mire a las sociedades anónimas como un conjunto de relaciones contractuales, donde prima la autonomía de la voluntad y se tiende a una mayor desregulación, ya no es interés del Estado resguardar las relaciones particulares sino que simplemente comienza a actuar como ente que se limita a hacer cumplir las convenciones. Su rol, es el de reconocerles personalidad jurídica, reconociendo por ende la existencia y conexión de estos contratos, otorgándoles la protección legal y garantizar la libertad contractual necesaria para que las partes puedan estructurar sus relaciones.

“La teoría contractual ofrece una nueva perspectiva de la sociedad y del rol del derecho societario. La sociedad no es, en ningún sentido, un objeto de custodia del Estado, sino, más bien, el producto de los contratos entre los propietarios y otras personas. Una vez que este punto es aceptado completamente por los legisladores de los Estados y los analistas y operadores jurídicos, la forma societaria se librerá finalmente de cadenas legales innecesarias e intrusas.”²³

Para Alcalde, los aspectos extracontractuales de la responsabilidad de los directores requiere enunciar aquellos aspectos generales que hacen procedente la responsabilidad delictual o cuasi delictual civil y los sintetiza en la enumeración transcrita a continuación:

- a) Existencia de un hecho o conducta (acción u omisión) ilícito o antijurídico.
- b) Una acción u omisión que sea imputable a culpa o dolo del agente.
- c) Relación causal entre el hecho ilícito y el perjuicio que se reclama, de manera que este sea consecuencia directa de aquel.
- d) El daño o perjuicio originado en el hecho ilícito imputado.
- e) Capacidad delictual cuasidelictual.

Respecto de la antijuricidad, Alcalde señala que es necesario que antes que todo que el hecho generador del perjuicio sea ilícito “[...] la antijuricidad consiste en la contracción entre la conducta del sujeto y el ordenamiento jurídico aprendido en su totalidad, es decir, incluyendo las leyes, las costumbres y los principios jurídicos que surgen del sistema. Más específicamente, lo antijurídico vendría a ser la conducta (actividad: acción u omisión) de una persona (sustrato) que objetivamente contraría el interés tutelado por el ordenamiento jurídico (resultado), entendiendo por tal al conjunto de normas en unidad y con coherente aplicación del juego de prohibiciones y permisiones.”²⁴

²³ BUTLER, Henry (1993); *La teoría Contractual de la Sociedad Anónima*” (Traducción Ana Di LORIO), *Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones*, N° 151-153: pp.17-45

²⁴ ALCALDE, Enrique. *“La Responsabilidad de los directores de Sociedades Anónimas”*. Editorial Ediciones UC. 2013. P. 47.

“A la luz de nuestro propio ordenamiento jurídico, estimamos indubitado que entre los supuestos o requisitos necesarios para que surja responsabilidad civil extracontractual, es menester, en primer lugar, que el hecho generador del perjuicio sea ilícito o antijurídico. Así se desprende claramente, entre otras disposiciones, a partir de lo dispuesto en el artículo 2284 del código Civil, conforme al cual “si el hecho es ilícito, y cometido con la intención de dañar, constituye un delito. Si el hecho es culpable, pero cometido sin la intención de dañar, constituye un cuasidelito” (incisos 2º y 3º). Y es por ello que se ha fallado que “no hay culpa del dueño de un fundo, al cual penetra un animal ajeno, en no alimentarlo ni entregarlo en el acto a su propietario, porque no pesaba sobre él la obligación de darle de comer y de cuidarlo, ni constaba que dicho propietario hubiera exigido su entrega”. En otras palabras, conforme a dicho fallo, la omisión imputada no es ilícita o antijurídica – y por tanto no genera responsabilidad – si no existe al mismo tiempo una precisa obligación infringida.”²⁵

“Así, para que pueda entenderse que ocurre la antijuricidad o ilicitud de la conducta no basta con que se haya quebrantado el deber general de no causar daño a otro (*alterum non laedere*). Es preciso, [...] que tal infracción suponga que el sujeto haya violado una obligación que la ley le impone y cuya inobservancia origina el perjuicio cuya indemnización se demanda.”²⁶

Sin importar a qué doctrina adhiera, surge como principal problema, ya se trate de responsabilidad contractual (en este caso, daría pie para el incumplimiento y por ende la culpa) o extracontractual (la acción u omisión que de origen a una daño indemnizable, debe estar relacionada con los deberes que le corresponde a los directores en calidad de tal), de determinar cuáles son estos

²⁵ ALCALDE, Enrique. “La Responsabilidad de los directores de Sociedades Anónimas”. Editorial Ediciones UC. 2013. P. 49.

²⁶ ALCALDE, Enrique. “La Responsabilidad de los directores de Sociedades Anónimas”. Editorial Ediciones UC. 2013. P. 49-50.

deberes que los directores y demás administradores se ven en la obligación de observar. Esto lo encontramos en el marco de los deberes fiduciarios, que ni la Ley de Sociedades Anónimas, ni su reglamento, tratan con el debido cuidado, tampoco lo trata la ley sobre mercados de valores, que sirve como norma de complementación para la misma Ley de Sociedades Anónimas.

El derecho anglosajón le ha dado especial atención a los deberes fiduciarios. En dicho ordenamiento jurídico, la relación fiduciaria (*fiduciary relation*) es una noción muy amplia, proveniente de la palabra latina *fides* (“confianza”) que engloba cualquier tipo de relación de carácter jurídica, social o personal, en la que una persona confía en la fidelidad e integridad de otra. De acuerdo al derecho anglosajón, la relación fiduciaria depende de que concurren los elementos necesarios para que aquella se configure. Una vez que ya ha quedado establecida la relación, su caracterización fiduciaria y las consecuencias jurídicas que de ello resulten serán determinadas por el derecho.

Volviendo a los postulados de Puga, distingue tres tipos de sanciones civiles a que pueden sujetarse los directores que infrinjan sus deberes. La primera y más general es la indemnización de perjuicios a favor de la víctima de dichos perjuicios. Consecuentes en que las normas que regulan esta responsabilidad son de tipo legal o extracontractual, no existen límites en la extensión del daño a reparar, como sí ocurriría, tratándose de la responsabilidad contractual. De esta manera, los perjuicios de los que se responderá será de los perjuicios directos e indirectos, previstos e imprevistos.

La segunda sanción que contempla Puga es la sanción restitutoria. Se basa para ello en el artículo 42 de la Ley de Sociedades Anónimas²⁷, que establece que en los casos en que el director abuse de bienes de la sociedad, o se apropie de negocios de la sociedad y en aquellos casos en que incurra en ilícitos para

²⁷ Ley 18046. Ley Sociedades Anónimas. Diario Oficial de la República de Chile, Santiago, Chile, 22 de octubre de 1981.

obtener ventajas indebidas para sí o terceros relacionados, la sociedad cuyo directorio integra tendrá derecho a exigirle la restitución de los beneficios obtenidos por el director o los terceros relacionados. Esta acción sólo le compete a la sociedad y no a los accionistas y terceros.

Para el profesor Alcalde, la responsabilidad de los directores debe analizarse comprendiendo a la responsabilidad contractual y extracontractual.²⁸ Plantea que lo primero que se debe considerar es la naturaleza jurídica del vínculo que existe entre los directores y la sociedad. Destaca que esta relación no es uniforme a nivel mundial, ya que en algunos ordenamientos jurídicos los directores son meros mandatarios. En cambio, para la legislación nacional, los directores forman parte de un órgano denominado Directorio.

Alcalde basa su análisis en el objeto de la sociedad anónima, para ello comienza mencionando elementos de la doctrina anglosajona: el sistema *ultra vires* o de especialidad de la sociedad. *Ultra vires*, proviene del latín “más allá de la competencia”. En el ámbito de la aplicación jurídica se utiliza para hacer referencia a actos que realizan las entidades jurídicas, ya sean de derecho público o derecho privado que se encuentran más allá de sus competencias, que están fuera de lo que la ley les autoriza. Alcalde aplicado el *ultra vires* al derecho comercial, para relacionarlo el objeto social o giro de las sociedades anónimas. De esta manera, el campo de acción de los directores quedaría determinado por el objeto social, descrito en los estatutos. Es decir, la sociedad comercial podrá desarrollar las actividades enunciadas en el pacto social, pero cualquier acto de la sociedad que no se enmarque dentro de estas actividades se considerará *ultra vires* porque estará fuera de la competencia de la sociedad, siendo este hecho uno de los criterios para determinar la responsabilidad de los directores.

²⁸ ALCALDE, Enrique. “La Responsabilidad de los directores de Sociedades Anónimas”. Editorial Ediciones UC. 2013. P. 31.

Luego, Alcalde menciona la doctrina germánica, para aludir a la *prokura*, figura reglada en el Código de Comercio alemán y que se refiere a una relación de mandato. Se estima responsable a la sociedad por todos los actos que realicen sus administradores. En Chile, la administración y la representación se encuentran regladas por normas de orden público. De hecho, la Ley de Sociedades Anónimas en su artículo primero dice que la sociedad anónima es “administrada por un directorio integrado por miembros esencialmente revocables”²⁹, esto es sin perjuicio del que el Directorio, como órgano, pueda delegar estas funciones en otras personas como los son los gerentes y subgerentes. La Ley no distingue entre la administración y la dirección de una sociedad, confundiendo en un solo órgano ambas facultades.

El artículo 40 de la Ley de Sociedades Anónimas señala que el Directorio está dotado de todas las facultades administrativas y de gestión que no sean privativas de la Junta Extraordinaria de Accionistas, o de los estatutos sociales establezcan³⁰. A contrario sensu, todo aquello que por ley o por los estatutos sociales se establezca como facultad exclusiva de la Junta de Accionistas, el Directorio podrá gestionar. El mismo artículo citado, establece que las facultades del Directorio se entregan con el fin de que pueda dar cumplimiento al objeto social. Por tanto el directorio es responsable por las actuaciones que realice, respecto de los accionistas y respecto de terceros, puesto que el precepto agrega “... lo que no es necesario acreditar ante terceros³¹”. Dicho de otra forma, el directorio es responsable por los actos de administración que ejerza mientras los haga dentro del giro u objeto social, sin embargo, las actuaciones que este órgano

²⁹ Artículo 1 Ley 18046. Ley Sociedades Anónimas. Diario Oficial de la República de Chile, Santiago, Chile, 22 de octubre de 1981.

³⁰ Ley 18046. Ley Sociedades Anónimas. Diario Oficial de la República de Chile, Santiago, Chile, 22 de octubre de 1981.

³¹ Ley 18046. Ley Sociedades Anónimas. Diario Oficial de la República de Chile, Santiago, Chile, 22 de octubre de 1981.

realice siempre lo obligará con terceros, estén dentro del giro o no lo estén, ya que es la ley quien exime al directorio acreditar frente a terceros que se está actuando dentro del giro.

2.3.1 Interés Social

Examinar la noción de interés social ofrece una relevancia fundamental a la hora de preguntarse acerca de los alcances que presenta la responsabilidad de los directores de una sociedad anónima y, en particular, cuando aquella se pretenda sustentar en una infracción de sus deberes fiduciarios.”³² En una sociedad anónima el principal objetivo que estas tienen es la generación de lucro, la creación y conservación del valor. El Interés social como ya hemos dicho, tiene especial relación con la creación de valor, puesto que este es el fin último que tiene toda asociación comercial. Cuando queremos atribuirle responsabilidad a los órganos administrativos respecto de la creación de valor, debemos entender a que están obligados, de ahí la importancia de dilucidar como ya hemos dicho cuáles son estos deberes, llamados también deberes fiduciarios de los directores.

Especial relevancia adquiere este concepto en dos ámbitos, a saber:

- a) La apreciación del contenido de la diligencia que es exigible a los directores en el cumplimiento de sus obligaciones (“deber de cuidado”);
- b) La determinación de hipótesis en que se encuentre comprometido un conflicto de intereses entre los directores y la sociedad que administran (“deber de lealtad”).”³³

De la “relación” que subyace en el concepto de *interés*, podremos colegir que, supuesta la existencia de una pluralidad de sujetos (sociedad y director;

³² ALCALDE, Enrique. “La Responsabilidad de los directores de Sociedades Anónimas”. Editorial Ediciones UC. 2013. P. 53.

³³ ALCALDE, Enrique. “La Responsabilidad de los directores de Sociedades Anónimas”. Editorial Ediciones UC. 2013. P. 54.

director y accionistas) y principalmente en vistas en los deberes fiduciarios, la sociedad puede ser considerada como un remedio para satisfacer una necesidad que es común a todos ellos o, bien, como un instrumento que es funcional a las aspiraciones de solo uno o algunos o incluso, de terceros ajenos a la estructura misma de la sociedad, como los trabajadores, proveedores, consumidores o el propio Estado.

Independiente de que tal objetivo o aspiración “individual” sea, en sí mismo, legítimo o no, o que la consecución del mismo se halle en contradicción o en armonía con las aspiraciones de los restantes socios o de la propia sociedad (y en este sentido interés “común”), llamaremos al primero “interés social” y, al segundo “interés particular” [...]”³⁴

Hay dos teorías respecto al interés social, las teorías institucionales y las teorías contractualistas.

Las teorías institucionalistas exponen que, de la evolución histórica que ha tenido la sociedad anónima, éstas se han convertido en el núcleo entorno al cual giran variados y múltiples intereses, entre los cuales el de los accionistas es sólo uno de muchos. La sociedad anónima pasa a cumplir una función pública al interior de la organización de la economía toda, tornándose el modo en que la actividad productiva de un país se mueve. “Frente a tal panorama, se concluye que la estructura tradicional de las sociedades, y con ello la trascendencia que cabe asignar a los accionistas en cuanto propietarios y reguladores de sus propios intereses, puede, en el extremo, traducirse en un real obstáculo para desempeñar las funciones públicas que le competen en cuanto instrumento al servicio de la organización económica.” “[...] en esta teoría convergen dos conceptos diversos entre sí, sociedad anónima y empresa, alcanzándose una identificación sustancial entre ambos. La “empresa-sociedad anónima” pasa a ser considerada un “medio”

³⁴ ALCALDE, Enrique. “La Responsabilidad de los directores de Sociedades Anónimas”. Editorial Ediciones UC. 2013. P. 54-55.

necesario e indispensable para el desarrollo de la comunidad nacional, por lo que su promoción debe constituir el objetivo prioritario de la legislación; únicamente de este modo podrá constituirse en el motor del progreso científico, económico y social y se hallará en condiciones de satisfacer su finalidad esencial. Entre las consecuencias inmediatas de la tesis institucionalista [...] ella conduce a una evidente acentuación del carácter publicista de las figuras societarias y particularmente de la sociedad anónima. Se trata, como apunta Ripert, que los intereses privados se subordinen al fin público que la sociedad anónima ha sido llamada a satisfacer [...] la falta del interés societario con el interés común de los socios que denotan estas teorías se traduce en un incremento del poder e independencia de los administradores frente a los socios.”³⁵

Las teorías contractualistas, excluyen la configuración de interés social superior y diverso del de los socios, según la doctrina italiana el interés social no es más que el interés común de los socios en su calidad de tales. El interés social es así la tendencia a la realización del fin último de la sociedad, que es la causa del contrato, y que como tal es 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 del socio depurado de todo interés extra social; el interés del socio medio que presumiblemente carece de otros intereses en su calidad de socio. Es, en suma, el mínimo común denominador que une a los socios desde la constitución de la sociedad hasta su disolución.

Hoy existe un amplio reconocimiento internacional que recoge y actualiza la idea pluralista del interés social, con el nombre de teoría del *stakeholdervalue* (“teoría de la creación del valor compartido”). Donde se plantea que la principal responsabilidad de la sociedad es crear el mayor valor posible para todos los grupos de interés afectados por la actividad empresarial, esto es, para todas las

³⁵ ALCALDE, Enrique. “La Responsabilidad de los directores de Sociedades Anónimas”. Editorial Ediciones UC. 2013. P. 55-56.

partes implicadas en la empresa. Conforme a esta tendencia, la principal responsabilidad de la sociedad es crear el mayor valor posible para todos los grupos de interés afectados por la actividad empresarial, esto es, para todas las partes implicadas en la empresa. Concepto que desarrollaremos más adelante en la creación de valor y responsabilidad social.

Para Alcalde, el legislador chileno tiene una visión contractualista de la sociedad, y el interés social dice relación con las partes que adhieren a ese determinado contrato. Los memoristas consideran que el hecho de que la sociedad en la ley chilena tenga una naturaleza contractualista, no exime a los directores de tomar en cuenta en sus decisiones las teoría *Stakeholder value*, sobre todo a lo que creación de valor respecta. Cuando pensamos en el valor y su creación, se podrá apreciar en esta memoria que los factores que influyen no necesariamente están explícitamente señalados en la ley y que la legislación es especialmente vaga al respecto, regulando a los deberes fiduciarios de manera somera en el reglamento de sociedades anónimas. Cuando estamos frente a la responsabilidad respecto de la creación de valor, cobra vital importancia las acciones que se realizan con miras a la conservación y creación en el largo plazo y conceptos como la sociedad, los trabajadores y otros considerados por esta teoría, cobran vital importancia, en el posicionamiento de una empresa. En definitiva, aspectos como la capacitación de trabajadores, los sueldos los beneficios, ayudan a que se mantenga el personal, lo que implica, como se muestra en el capítulo del valor, creación y mantención del mismo. Una sociedad que participa, por ejemplo, en obras comunitarias, campañas de vivir sano, corridas, becas para estudiantes de las comunas en las que se tienen proyectos, entre otras, también generan valor en el largo plazo. Cuando una empresa se relaciona con la comunidad genera vínculos, que en el largo plazo se traduce en preferencias e intangibles que agregan valor.

Alcalde concluye que “[...] 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.”.

2.3.2 El interés social y su interacción con algunos requisitos de la existencia del acto jurídico: el objeto y la causa.

Para el profesor Juan Andrés Orrego, en estricto derecho, el objeto inmediato del acto jurídico es la obligación que se genera por él.³⁶ Alcalde define objeto social como la actividad concreta que los socios se han obligado a ejecutar a fin de que la persona jurídica obtenga los beneficios que más tarde se distribuirán entre sí. Por lo mismo, el objeto dice relación con el medio o instrumento que se destina a la consecución del interés social.

El objeto social tiene un rol fundamental a la hora de entender o no configurando un conflicto de interés y aplicar a su respecto una sanción, especialmente cuando se trata de configurar un aprovechamiento indebido de oportunidades comerciales que corresponderían a la sociedad. Aquello que los socios convengan en materia de objeto, permite tanto establecer el espectro de actividades susceptibles de ser realizadas al margen de la sociedad, como determinar qué tipo de actividades o negocios pueden serles exigidos a los administradores – y cuales tienen ellos la facultad de realizar – en orden a satisfacer las exigencias que impone la noción de interés social.

La causa del objeto social: “[...] conforme a nuestro ordenamiento jurídico, sosteniendo que “nuestra legislación positiva exige en todo acto o contrato una causa real y no presunta. La concurrencia del requisito de la causa real y lícita, por tanto, debe examinarse con respecto de cada uno de los socios fundadores.”³⁷.

³⁶ ORREGO, Juan Andrés. Teoría del Acto Jurídico 1. [En línea]. 2012. Fecha de consulta: 06 enero 2014. Disponible en: www.juanandresorrego.cl

³⁷ ALCALDE, Enrique. “La Responsabilidad de los directores de Sociedades Anónimas”. Editorial Ediciones UC. 2013. P. 61.

De acuerdo a lo preceptuado por el artículo 1.467 del Código Civil, no puede haber obligación sin una causa real y lícita; pero no es necesario expresarla. A título de ejemplo, la mera liberalidad puede ser una causa bastante para dar sentido a un acto jurídico.

Se entiende por causa el motivo que induce al acto o contrato; y por causa ilícita la prohibida por la ley, o contraria a las buenas costumbres o al orden público. Así, la promesa de dar algo en pago de una deuda que no existe, carece de causa; la promesa de dar algo en recompensa de un crimen o de un hecho inmoral, tiene una causa ilícita.

La noción de “interés social” permite, así, por un lado “objetivizar” la causa del contrato y, por el otro, identificar cual es el interés jurídicamente protegido en este contrato, de modo que sea exigible un respeto por la función típica del contrato, al tiempo que se puedan corregir las desviaciones en caso de abusos.

Es posible apreciar que nuestro ordenamiento jurídico contempla el interés social en el Código Civil. El artículo 2.112³⁸ de dicho cuerpo legal interpreta la renuncia del socio como intempestiva cuando genera un perjuicio a los intereses sociales. Incluso señala que el socio deberá esperar un momento oportuno para poder retirarse.

Luego, el artículo 2.071 del Código en comento atribuye importancia a la decisión de la persona del administrador, con el objeto que pueda dirigir a la sociedad. En el mismo sentido, el artículo 2.081 del Código Civil señala alude al mandato tácito y recíproco que se otorgan los socios,

En caso de existir intereses opuestos entre los intereses del mandante y del mandatario, los administradores se miran como mandatarios de la sociedad, artículos 2.144, 2.145, 2.146 y 2.147. En este, lo que se pretende es no afectar el interés del mandante. Luego, es necesario vincular el artículo 2.131, en armonía

³⁸ Código Civil de la República de Chile. Santiago de Chile. 1 de enero 1855.

con el artículo 2.077, en el sentido que los administradores deben ceñirse estrictamente a los términos del mandato.

Luego, el artículo 2.092 del Código Civil, se debe imputar el pago primero a la sociedad luego al administrador, cuando ambos sean acreedores de un mismo deudor, prima el interés social.

El artículo 2.091 del Código Civil señala que el productos de las diversas gestiones de los socios en interés común pertenecen a la sociedad; y el socio cuya gestión haya sido más lucrativa, no por eso tendrá derecho a mayor beneficio en el producto de ella.

Todos estos preceptos ponen primero el interés social, antes que el de los administradores o los socios individualmente considerados.

La Ley de Sociedades Anónimas, también se refiere al interés social, en cuanto a conflicto de interés entre los directores y la sociedad. Distinguiendo entre los conflictos entre los accionistas, en los artículos 30, 39, 89 y 93 LSA) y entre los conflictos entre la sociedad y los administradores, en los artículos 42, 44, Título XVI, y artículo 148.

2.3.3 Deberes fiduciarios

Alcalde menciona que bajo la denominación de “deberes fiduciarios”, suélnense comprenden los deberes de cuidado y de lealtad que la ley impone a los administradores.

En virtud de lo mencionado en el párrafo anterior, Alcalde considera que “la directa vinculación que existe entre el citado artículo 41 y la noción de interés social, queda a nuestro juicio de manifiesto si se recuerda que los administradores de una sociedad anónima deben cumplir sus funciones procurando satisfacer la finalidad que ha determinado que los accionistas se organicen a través de la sociedad, esto es, maximizar las utilidades y el valor de la respectiva compañía. Es por ello, asimismo, que la tasa o medida para juzgar si un director o gerente ha cumplido diligentemente con su función se traduce, en definitiva, en determinar si su conducta ha pretendido de modo efectivo conformarse con esta necesidad o

interés que le es común a todos los accionistas”³⁹La relación entre el interés social y el objeto social entrega da a los directores los medios a que pueden recurrir lícitamente, para obtener mayor valor, sin poderseles reclamar el no recurrir a medios que estén fuera del objeto social para lograr un mayor lucro.

Respecto del deber de lealtad, la ley les exige a los administradores el preferir siempre el interés social por sobre el interés propio, cuando se presenten conflictos de interés. En este sentido la ley, establece ciertas prohibiciones a los directores, art. 42 N°1, 6 y 7⁴⁰ El numeral 1 señala que “Los directores no podrán proponer modificaciones de estatutos y acordar emisiones de valores mobiliarios o adoptar políticas o decisiones que no tengan por fin el interés social”⁴¹. El numeral 6 señala: “Usar en beneficio propio o de terceros relacionados, con perjuicio para la sociedad, las oportunidades comerciales que se tuvieren conocimiento en razón de su cargo”⁴². El numeral 7 indica, a su vez: “En general, practicar actos ilegales o contrarios al estatuto o interés social o usar de su cargo para obtener ventajas indebidas para sí o para terceros relacionados en perjuicio del interés social [...]”⁴³.

Sin embargo, por la naturaleza misma de los negocios, se hace muy difícil regular de manera exhaustiva y directa las obligaciones de los administradores, y la ley se limita a entregar un parámetro, una guía respecto de materias que el legislador considera relevantes.

³⁹ ALCALDE, Enrique. “La Responsabilidad de los directores de Sociedades Anónimas”. Editorial Ediciones UC. 2013. P. 74.

⁴⁰ Ley 18046. Ley Sociedades Anónimas. Diario Oficial de la República de Chile, Santiago, Chile, 22 de octubre de 1981.

⁴¹ Ley 18046. Ley Sociedades Anónimas. Diario Oficial de la República de Chile, Santiago, Chile, 22 de octubre de 1981.

⁴² Ley 18046. Ley Sociedades Anónimas. Diario Oficial de la República de Chile, Santiago, Chile, 22 de octubre de 1981.

⁴³ Ley 18046. Ley Sociedades Anónimas. Diario Oficial de la República de Chile, Santiago, Chile, 22 de octubre de 1981.

“[...] dicho en otros términos, las legislaciones societarias, interpretando lo que sería la voluntad de los socios, entran a presumir cuales serían las exigencias que, en cuanto socios, impondrían a los sujetos a quienes confían la administración de sus bienes e intereses comunes, sancionando, ex post, los comportamientos oportunistas o que no respondan a las necesidades que han definido como esenciales para desempeñar sus cargos”⁴⁴

Hay autores como Easterbrook y Fishel⁴⁵, quienes consideran que los tribunales no son la instancia más adecuada para evaluar el deber de lealtad que pesa sobre los directores. Los jueces, exponen Easterbrook y Fishel, no se seleccionan en base a su entendimiento o habilidad para los negocios, tampoco están expuestos a reducciones de sueldo o despidos si toman decisiones erróneas respecto de negocios. Resuelven los casos en base a la información que se les entrega y pueden apresurarse a sancionar a los directores, que actúan con la rapidez que lo requiera las circunstancias, en forma apurada y con información incompleta. En este sentido, la “regla de la buena decisión”⁴⁶ cumple precisamente la función de evitar a decisiones por lo demás honestas la ordalía de pasar ante jueces o jurados que deben evaluar decisiones sometidas a presiones de negocio son ser sometidos a ellas.

⁴⁴ ALCALDE, Enrique. “La Responsabilidad de los directores de Sociedades Anónimas”. Editorial Ediciones UC. 2013. P. 76.

⁴⁵ Easterbrook , Frank y Fishel, en Alcalde, pp 76

⁴⁶La regla de la buena decisión, deriva del derecho corporativo norteamericano, donde los directores de una corporación (sociedad) se encuentran beneficiados por la presunción, de ser motivados en sus actuaciones de buena fe, resguardo el interés de la sociedad, cuya administración les ha sido encargada por los accionistas. Para juzgar las acciones de los directores, es el demandante quien asume la carga de probar que el o los directores, al momento de tomar una decisión desafiante o compleja, cesó en cumplir cualquiera de los deberes fiduciarios que a los que por la naturaleza de su cargo se encuentra obligado. La demanda no prosperará, y no conllevará indemnización alguna, al menos que la transacción sea una completa pérdida, entendiéndose por esto, la transacción es tan unilateral, que ningún hombre de negocios ordinario, de acuerdo a la sana crítica, pudiese concluir que la corporación (sociedad) ha sido considerada adecuadamente para efectos de dicha operación.

Alcalde concluye adhiriendo a la posición contractualista estas nociones cumplen la función de servir como una cláusula general de integración contractual, llenando los vacíos que derivarían de aplicar una típica técnica contractual. “[...] En definitiva, la cláusula de fidelidad al interés social establece un concepto – valor conjugador e integrador de todos los deberes de los administradores. De ahí su función normativa estructurante del sistema de deberes de los gestores sociales, y de un modo tal que dicho deber de fidelidad se relaciona con el deber de diligencia y en el de lealtad con una doble y distinta identificación. Por un lado, la identificación de la fidelidad con la diligencia importa una elevación del grado de exigencia de esta: como fermento o levadura, la sobre exige al comprometerla activamente con una forma eficiente de gestionar el interés social y, por el otro, la identificación de la fidelidad con la lealtad determina también una sobre exigencia de esta, en el sentido de vigorizar los deberes inhibitorios y los confesorios, o de comunicación a la sociedad, o a las autoridades del mercado financiero”.⁴⁷

Butler⁴⁸, destaca las siguientes “fuerzas” que conducen a que los directores se desempeñen en forma leal y responsable. Indica que el control de la sociedad anónima se manifiesta en la amenaza de la oferta pública de adquisiciones de acciones, en la absorción de una empresa por otra u otra forma de cambio en el control de la sociedad, cuando los administradores establecidos adoptaren estrategias o actuaren de manera tal que fracasen en la maximización del valor de las acciones societarias. El llamado mercado para el control societario, ofrece un mecanismo de control interno que obliga a los administradores a interesarse respecto de sus accionistas.”

⁴⁷ ALCALDE, Enrique. “La Responsabilidad de los directores de Sociedades Anónimas”. Editorial Ediciones UC. 2013. P. 77.

⁴⁸ BUTLER, Henry. “La teoría contractual de la sociedad anónima”. Revista de Derecho Comercial y de las obligaciones número 151-153. 1993.

A continuación, se mencionarán los deberes fiduciarios de los directores:

Respecto al deber de diligencia o cuidado, Alcalde menciona que la diligencia se erige en la referencia o medida de la existencia o inexistencia de culpa relacionada con la obligación de indemnizar que puede recaer sobre ellos. [...] En segundo lugar, según el mismo autor, la diligencia “es servir como criterio de interpretación e integración de las prestaciones impuestas por otras fuentes de obligaciones de los administradores sociales; deberes estos que pueden, a su vez, tener origen en la ley, los estatutos o los acuerdos adoptados por la junta de accionistas”. [...] Por último, la diligencia cumple el papel de “cuantificación o medida de la atención o cuidado exigible en el ejercicio de la administración”.⁴⁹

“El fundamento de la responsabilidad del directorio y sus miembros radica en un problema de distribución de la obligación de soportar determinado daño. [...] El problema de la responsabilidad [...] se traduce en determinar quién debe ser ese sujeto: ¿el ente societario o el administrador?; toda vez que, [...] el responder no es un simple sancionar, sino un distribuir daños”.⁵⁰

Es importante remarcar, a juicio de los memoristas, que la voluntad del órgano del directorio está conformada por las voluntades de sus integrantes. Recordemos también que los actos del directorio se radican en la sociedad, se imputan a la sociedad, quien físicamente está impedido de actuar, cuando se habla de responsabilidad del directorio la ley no puede estarse refiriendo sino a las personas físicas que lo conforman.

⁴⁹ ALCALDE, Enrique. “La Responsabilidad de los directores de Sociedades Anónimas”. Editorial Ediciones UC. 2013. P. 137.

⁵⁰ ALCALDE, Enrique. “La Responsabilidad de los directores de Sociedades Anónimas”. Editorial Ediciones UC. 2013. P. 138.

“la voluntad del órgano social se manifiesta mediante las decisiones (órgano unipersonal) o los acuerdos de sus miembros (órgano pluripersonal), quienes a su turno, ejecutan dichas decisiones o acuerdos. Es, precisamente, en esa actuación de los miembros del órgano social donde puede verificarse una infracción al deber general de diligencia que pesa sobre estos, causando daños a la sociedad. Nos encontramos, por tanto, en presencia de una responsabilidad personal e individualizada de todos y cada uno de los miembros del órgano de administración; entre otras cosas, este carácter personal de la responsabilidad de los administradores es el que explica y justifica la admisibilidad y ejercicio de la acción social de la responsabilidad.”⁵¹

El estudio de los deberes fiduciarios, tiene relevancia jurídica en el sentido de que nos permite determinar cuáles son las prestaciones debidas por los directores y demás administradores, de manera tal que si estos infringen esos deberes, y de ese incumplimiento genera un daño, jurídicamente imputable a los directores, se establece la relación de responsabilidad y consecuencial reparación del daño en su caso.

“Considerando lo anterior, el deber de diligencia y el deber de lealtad constituyen los deberes fiduciarios generales de los administradores, los cuales, partiendo del denominador común del deber de fidelidad, expresan la diversidad tipológica de los potenciales conflictos de intereses entre socios y administradores, prescribiendo, de forma genérica, la prestación que los directores deben cumplir en el desempeño del cargo. Así, la indeterminación del contenido de la prestación impuesta por los deberes fiduciarios generales permite que estos también actúan como cláusulas generales de resolución de los diversos tipos de conflictos de intereses comprendidos en el respectivo modelo de conducta que impone cada uno de ellos. De este modo dan entrada a todas aquellas situaciones de conflicto

⁵¹ ALCALDE, Enrique. “La Responsabilidad de los directores de Sociedades Anónimas”. Editorial Ediciones UC. 2013. P. 139.

que, aunque no contempladas expresamente, constituyen supuestos concretos de infracción a tales deberes.”⁵²

Respecto al deber de cuidado, Alcalde resalta la problemática de la factibilidad de aplicar o no los principios de la OCDE referido a Gobiernos Corporativos en Chile. Afirma que dichos principios no se encuentran diseñados para hacerlos exigibles ante los tribunales de justicia, sino que se diseñaron para ser cumplidos, independiente de una resolución judicial. Considera que los principios podrán aplicarse en la medida que: a) Son la manera más completa y correcta de dar aplicación concreta y efectiva a la Convención de la OCDE, cuya membresía – como se sabe – se consiguió con gran ahínco político y mediante importantes reformas legislativas; b) Pueden ser invocados como criterio interpretativo en casos difíciles, como queda de manifiesto en la historia fidedigna de la Ley de Sociedades Anónimas, luego de sus modificaciones del 2010; c) Dichos principios rigen actualmente el mercado de seguros (NCG N°309, SVS), dando una luz respecto de su muy probable aplicación mediante analogía. Por una parte, constatamos la importancia que el órgano fiscalizador le otorga a los principios, y por otra, los reafirma como criterio para evaluar técnicamente los comportamientos en materia de gobiernos corporativos de otras áreas regulas, como la de valores; d) Su no reconocimiento podría generar eventuales contradicciones en el actuar de los órganos del Estado, las que podrían infringir el principio de los actos propios, así como también constituir una vulneración de la confianza legítima; e) Aunque no constituyen principios generales propiamente tales – esto es, un precepto basal de que, en principio, estamos todos de acuerdo y a partir del cual fundamos nuestro ordenamiento - , podrían ser entendidos como reglas institucionales que informan todo el sistema – hoy reformado – de control y seguridad de gobiernos corporativos llevado a cabo en nuestro país. Este

⁵² ALCALDE, Enrique. “La Responsabilidad de los directores de Sociedades Anónimas”. Editorial Ediciones UC. 2013. P. 141.

entendimiento es clave para darle operatividad dinámica a las reformas legislativas formuladas en materia de gobiernos corporativos; f) Finalmente, una interpretación armónica de todo el entramado normativo nacional e internacional que se refiere a los Principios de Gobierno Corporativo, así como de las actuaciones que nuestro país ha tenido frente a dichos órganos (participando desde fines de la década de los noventa como observador en las mesas redondas sobre gobiernos corporativos en Latinoamérica), no puede desconocer la importancia y el valor de los mismos.

Como ya hemos mencionado, el artículo 41 de la LSA, determina la norma general respecto de la responsabilidad de los directores, obligándolos a cumplir sus funciones con “el cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios”, esta norma general, no precisa cuales son en lo concreto las obligaciones y deberes inherentes del cargo.

Si bien los deberes fiduciarios se aplican a toda la administración, tanto a los directores como a los gerentes, cabe precisar lo siguiente: si bien la dirección general de la sociedad se encuentra radica en el Directorio como órgano, la administración ejecutiva, es decir, el seguimiento diario y constante de los negocios se encuentra en los gerentes y no el Directorio.

¿Qué obligaciones son entonces las que se les puede exigir a los directores?

El directorio funciona en sala legalmente constituida, de lo que se infiere, que una de las obligaciones de los directores es la de asistir a las sesiones de directorio. El art. 78 del Nuevo Reglamento de Sociedades Anónimas en su inciso segundo prescribe: *“El deber de cuidado y diligencia de los directores los obliga a participar activamente en el directorio y comités, en su caso, asistiendo a las sesiones, instando que el directorio se reúna cuando lo estime pertinente, exigiendo que se incluya en la orden del día aquellas materias que considere convenientes, de acuerdo con la ley y los estatutos sociales, y a oponerse a los acuerdos ilegales o que no beneficien el interés de la sociedad de la cual es director.”* La misma ley en el art. 47, norma que se reitera en el art. 82 del

reglamento, facilita esta obligación, entendiendo que participan de las respectivas sesiones aquellos directores que aunque no se encuentren físicamente presente en la sala, se encuentren comunicados simultánea y permanentemente a través de medios tecnológicos autorizados.

Podemos concluir que la obligación de asistir y participar en las sesiones, no les indiferente ni a la sociedad ni al legislador, y por tanto la inasistencia reiterada de un director, podría hacerlo responsable de los perjuicios que su inasistencia causare los intereses sociales, fundamentándonos en la culpa por omisión.

Otro deber que se reitera tanto en la ley como en el reglamento, es el deber de informarse. Este es por un lado, un derecho y una obligación, derecho en cuanto es facultad de todo director exigir del gerente toda la información necesaria para poder tomar las decisiones, art. 39 LSA., y deber en cuanto el art. 78 del Nuevo Reglamento prescribe *“El deber de cuidado y diligencia de los directores incluye, pero no está limitado a, efectuar con el esfuerzo y atención que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios, las gestiones necesarias y oportunas para seguir de forma regular y pronunciarse respecto de las cuestiones que plantea la administración de la sociedad, recabando la información suficiente para ello, con la colaboración o asistencia que consideren conveniente.”* Se impone sobre los directores la obligación de exigir el derecho de ser informado.

De las deliberaciones que se realizan en las sesiones de directorio, surge la obligación de formar la voluntad del Directorio como órgano, el voto. Dicha situación debe quedar expresada en actas (art. 48 LSA), y es en aquellas donde el mismo legislador le otorga a cada uno de los directores la oportunidad de salvar su responsabilidad respecto de determinadas actuaciones, haciéndolas constar en las actas. Lo que no está permitido es sostener que no hay responsabilidad, fundándose en la abstención, puesto que siguiendo las normas generales de nuestro ordenamiento jurídico, la abstención no constituye aprobación ni oposición, por tanto si una decisión determinada resultare perjudicial para los

intereses sociales, podría reclamarse responsabilidad de aquellos directores que no manifestaron opinión alguna, ya que un acuerdo puede ser aprobado con los votos favorables del resto de los directores, y la oposición de un director en particular no consta en el acta, que es la única herramienta que entrega la ley para salvar de la responsabilidad⁵³.

El nuevo reglamento sobre sociedades anónimas, prescribe en su artículo 78 que *“El deber de cuidado y diligencia de los directores incluye, pero no está limitado a, efectuar con el esfuerzo y atención que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios, las gestiones necesarias y oportunas para seguir de forma regular y pronunciarse respecto de las cuestiones que plantea la administración de la sociedad, recabando la información suficiente para ello, con la colaboración o asistencia que consideren conveniente. Salvo que no fuere posible atendido que el directorio hubiere sesionado de urgencia, cada director deberá ser informado plena y documentadamente de la marcha de la sociedad por parte del gerente general o el que haga sus veces. Dicho derecho a ser informado puede ser ejercido en cualquier tiempo y, en especial, en forma previa a la sesión de directorio respecto de la información y antecedentes necesarios para deliberar y adoptar los acuerdos sometidos a su pronunciamiento en la sesión respectiva. El ejercicio del derecho de ser informado por parte del director es indelegable.*

El deber de cuidado y diligencia de los directores los obliga a participar activamente en el directorio y comités, en su caso, asistiendo a las sesiones, instando que el directorio se reúna cuando lo estime pertinente, exigiendo que se incluya en la orden del día aquellas materias que considere convenientes, de

⁵³ ALCALDE, Enrique. “La Responsabilidad de los directores de Sociedades Anónimas”. Editorial Ediciones UC. 2013. P. 148.

acuerdo con la ley y los estatutos sociales, y a oponerse a los acuerdos ilegales o que no beneficien el interés de la sociedad de la cual es director.”⁵⁴

El artículo citado, si bien confirma esta diferencia entre el director y gerente, no entrega luces precisas sobre cuáles son estos deberes, aunque si se refiere a la obligación de asistir y participar activamente a las sesiones de directorio, y a la obligación de informarse

2.4 Gobiernos corporativos

Se ha definido gobiernos corporativos como “el conjunto de relaciones que se establecen entre los diferentes participantes en la empresa con el fin de garantizar que cada uno de reciba lo que es justo”.⁵⁵

“La idea de un gobierno se relaciona con el ejercicio de la autoridad en la toma de decisiones que afectan a los intereses de distintas partes.”⁵⁶

Según la economía clásica, cuyo principal exponente fue Adam Smith (más adelante en el capítulo de que es el valor nos referiremos a ella, en relación específicamente del valor), donde el mercado es el mejor asignador de recursos, no habría necesidad de establecer procedimientos que digan relación con la toma de decisiones de las distintas entidades que conforman el mercado.

Luego, Zingales⁵⁷ plantea que en muchas ocasiones el mercado no es capaz de asignar eficientemente los recursos, en muchas de estas transacciones

⁵⁴ Decreto Supremo número 702. Ministerio de Hacienda. Nuevo Reglamento sobre Sociedades Anónimas. Diario Oficial 27 de mayo de 2011.

⁵⁵ LEFORT, Fernando (2003): “Gobierno corporativo: ¿Qué es? Y ¿Cómo Andamos por casa?”, Cuadernos de Economía, Año 40, N°120, pp. 208

⁵⁶ LEFORT, Fernando (2003): “Gobierno corporativo: ¿Qué es? Y ¿Cómo Andamos por casa?”, Cuadernos de Economía, Año 40, N°120

⁵⁷ Zingales en LEFORT, Fernando (2003): “Gobierno corporativo: ¿Qué es? Y ¿Cómo Andamos por casa?”, Cuadernos de Economía, Año 40, N°120

se generan cuasi-rentas; y las cuasi-rentas no pueden ser asignadas por adelantado. “Las cuasi-rentas se producen debido a la existencia de complementariedad y externalidades en los diferentes aportes de quienes participan en una relación económica que hacen que el valor del todo (la empresa) sea distinto a la suma de sus partes. Las cuasi-rentas no pueden ser repartidas ex-ante debido a que no es posible confeccionar contratos perfectos que contemplen todas y cada una de las eventualidades que puede sufrir la relación económica establecida, o a que el cumplimiento de dichos contratos no puede ser garantizado debido a un pobre sistema judicial.”⁵⁸

Por tanto, cuando las rentas sólo pueden ser distribuidas a posteriori, el derecho a tomar decisiones ex-post se torna muy valioso, porque quien tenga este poder, es quien tiene mayor capacidad para capturar esas rentas. Esto se conoce como control residual. A título de ejemplo, si en una junta ordinaria de accionistas que se realiza dentro del primer cuatrimestre de cada año, se debe expresar a cuánto ascienden las utilidades del ejercicio, si las hay y decidir el fin que tendrán esas utilidades. Si se tiene mayor poder para decidir, qué hacer con ellas, prescindiendo de los accionistas minoritarios. El control residual recae fundamentalmente en los accionistas.

“El ámbito del gobierno corporativo depende, por otra parte, de la precisa definición de empresa o corporación que se tenga. Una definición actual de la empresa se debe a Grossman y Hart (1986). Ellos definen a una empresa como una colección de activos físicos bajo un contrato de propiedad común. Esta definición enfatiza como aspecto fundamental de la corporación a la propiedad común y, por lo tanto, a los incentivos tipo free-rider que se producen bajo este régimen de propiedad. Es decir, cuando existen muchos dueños de un mismo set de activos ninguno tiene el incentivo suficiente para invertir recursos en administrar o monitorear la administración de esos activos. Bajo esta situación la

⁵⁸LEFORT, Fernando (2003): “Gobierno corporativo: ¿Qué es? Y ¿Cómo Andamos por casa?”, Cuadernos de Economía, Año 40, N°120

empresa debe manejarse a través de representantes o agentes de los dueños, y en presencia de información imperfecta, se tiene el tradicional problema de agencia entre los accionistas y los ejecutivos de una empresa.”⁵⁹

Según Zingales esta definición de empresa “tiene el problema de olvidarse de los proveedores de otros activos e inversiones que son también importantes para la empresa. Así, se podría plantear alternativamente que una empresa es 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 obvia por el mercado. En esta relación todos contribuyen a la empresa y no únicamente los accionistas. En la literatura académica se conoce a los contribuyentes con inversiones específicas a la empresa como stakeholders, y en principio todos ellos desean obtener un retorno razonable por sus inversiones. La importancia, entonces, de un adecuado gobierno corporativo radica en ofrecer un conjunto de condiciones que garanticen a los diferentes stakeholders que podrán recuperar su inversión, más alguna remuneración por ella. Esta visión cuestiona, por lo tanto, la lógica de que todo el derecho al control residual de la corporación recaiga sobre los accionistas.”⁶⁰

Desde una aproximación económica a la sociedad, hay muchos más participes o stakeholder que los accionistas, nos vemos enfrentados a la situación en el rol de los gobiernos corporativos consiste en proveer garantías para eficiente asignación de los recursos. Esto a su vez implica proveer garantías contra la potencial expropiación de sus inversiones en la empresa a todos ellos. Pero como ya hemos mencionados, quien tiene el control residual sobre los activos son los accionistas. Algunos economistas justifican que sean los accionistas quienes ostenten este derecho residual sobre el control de la sociedad argumentando: que

⁵⁹LEFORT, Fernando (2003): “Gobierno corporativo: ¿Qué es? Y ¿Cómo Andamos por casa?”, Cuadernos de Economía, Año 40, N°120

⁶⁰LEFORT, Fernando (2003): “Gobierno corporativo: ¿Qué es? Y ¿Cómo Andamos por casa?”, Cuadernos de Economía, Año 40, N°120

otros stakeholders tienen mejor capacidad de negociación ex-post, como es el caso de los recursos humanos, ya que estos nunca se desprenden de su activo, como si los hacen los accionistas. Ocurre también que quienes están a cargo de las relaciones económicas de una empresa tienden a la especialización, por tanto resulta lógico que quienes proveen los fondos, mantengan ese control residual en compensación a no participar directamente de las decisiones de la empresa, ya que es la misma empresa la que obtiene el beneficio. Por último, los accionistas, al ser capaces de diversificar los riesgos, "garantizan" a los otros stakeholders que no serán expropiados entregando parte de su riqueza a la empresa para que sea invertida en activos específicos.

En la medida en que los diferentes stakeholders puedan tranzar sus derechos en un mercado competitivo, sopesando el control residual que tienen los accionistas, la delegación de la administración y la especialización, los accionistas tendrán un horizonte relevante a la hora de tomar decisiones de inversión y en un mercado de capitales desarrollado y competitivo, el horizonte de los accionistas se alinea con el de corporación y esta equivalencia se consigue cuando el precio de mercado de las acciones refleja el valor efectivo de estas. Estos temas se tratan en mayor profundidad en el capítulo del Mercado de Valores. Para que la situación anterior pueda darse, se necesita: A) Que los accionistas deleguen las decisiones de las inversiones a otros agentes; B) Que los accionistas sean capaces de diversificar los riesgos construyendo un portafolio variado. Por lo tanto, la estructura óptima para una corporación que opera en un mercado de capitales competitivo consistiría en una gran cantidad de accionistas pequeños, propietarios de acciones comunes, que no tengan otro rol en la empresa y que deleguen su autoridad en un directorio y un grupo de ejecutivos.

Lo que el economista Lefort llama expropiación de las inversiones se refiere a lo que se conoce como costos de agencia. Los costos de agencia, de acuerdo a las palabras del profesor Conrado Javier Martínez, son "[...] como la destrucción de valor que se produce a nivel de empresa, a consecuencia de la falta de alineación entre los Intereses de los accionistas/propietarios de dicha empresa

como tales y los de sus gerentes/agentes [en Chile directores] en su rol de administradores. [...] bajo condiciones normales los accionistas/propietarios siempre intentarían maximizar el valor de su compañía, con el consiguiente incremento de sus riquezas personales. No obstante, para el caso de los gerentes/agentes, este “incentivo” a maximizar el valor de la empresa para la cual trabajan, en algunas ocasiones se presenta un tanto difuso. [...] esta falta de alineación de intereses suele darse mayormente en grandes organizaciones, donde el paquete accionario se encuentra atomizado y donde se registra una marcada “distancia” entre el *management* y sus accionistas.”⁶¹

Es justamente en esta estructura social atomizada (conocida como el paradigma tradicional de Berle y Means), en que los accionistas se encuentran más propensos a ser expropiados por sus agentes. Existen formas para proteger a los accionistas de estas situaciones, entre ellas encontramos protección legal, que obligue a los administradores a entregar información veraz y oportuna al mercado, el desarrollo de un mercado activo por el control corporativo, esto se refiere fundamentalmente al mercado de ejecutivos, por último los accionistas pueden generar sistemas de protección por los llamados stock options o despido condicionado.

“Una desviación del modelo clásico de la corporación Berle y Means que se observa en muchas economías combina propiedad relativamente dispersa con la presencia de uno o varios inversionistas institucionales, generalmente administradores de fondos de pensiones. En estas empresas, se considera que los inversionistas institucionales ejercen un rol protagónico en el monitoreo del comportamiento de los ejecutivos generando una externalidad positiva hacia los accionistas minoritarios. Sin embargo, también se ha sostenido que el rol como

⁶¹ MARTÍNEZ, Conrado Javier. Costos de Agencia: De las Finanzas a la política. [En línea]. 2006. Fecha de consulta: 06 enero 2014. Disponible en: http://www.palermo.edu/economicas/pdf_economias/cbrs/cbrs_viejos/UP-CBRS_costos_agencia_politica.pdf

monitores de los inversionistas institucionales se ha exagerado, puesto que estos inversionistas están más preocupados de la liquidez de sus inversiones que de que se maximice el valor de las empresas en las que invierten. Este conflicto de intereses disminuiría el efecto benéfico de su participación en las corporaciones (Coffee, 1991)”.⁶²

La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny (LLSV) sostienen que el principal determinante de la estructura y gobierno corporativo es el grado de protección legal a los inversionistas. Esto porque en la mayoría de las economías a nivel mundial, los mercados de capitales no se encuentran lo suficientemente desarrollados como para generar un control activo y eficaz.

En las economías donde hay poca protección legal, la mejor forma de protección es eliminar los free-riders, y esto se logra concentrando la propiedad, es decir, mediante un accionista controlador. El problema es que cuando existe un accionista controlador, los accionistas minoritarios y demás stakeholders se ven mucho más expuestos a ser expropiados de sus inversiones. Para un inversionista controlador puede resultar más beneficioso alejarse o desviarse de las políticas óptimas de la empresa, cuando este fenómeno es recurrente y generalizado, los accionistas minoritarios se retiran del mercado de capitales, haciendo más difícil para las empresas conseguir financiamiento

En economías con baja protección legal a los inversionistas, la mejor forma de protegerse parece ser eliminando el problema de free-rider aumentando la concentración en la propiedad de la empresa y generando algún tipo de accionista controlador, ya sea otra empresa, una familia, un banco o el Estado. Esta solución de gobierno corporativo no está exenta de problemas. La existencia de un accionista controlador implica que los accionistas minoritarios así como otros inversionistas y stakeholders se encuentran expuestos a ser expropiados. La idea

⁶² LEFORT, Fernando (2003): “Gobierno corporativo: ¿Qué es? Y ¿Cómo Andamos por casa?”, Cuadernos de Economía, Año 40, N°120

es que el controlador, a diferencia del empresario, financia sólo un porcentaje de los costos asociados a la provisión de beneficios privados del control y, por lo tanto, puede ser óptimo para él desviarse de la política óptima desde el punto de vista del valor de la empresa para su propio beneficio (Jensen y Meckling, 1976). Cuando este efecto es importante y generalizado, los inversionistas minoritarios se retiran del mercado de capitales y se hace más difícil para las empresas conseguir financiamiento.

La figura más común en las economías emergentes es el conglomerado o grupo. Un grupo de empresas dedicadas a negocios no necesariamente relacionados, pero que tienen un controlador o accionista mayoritario común o que se encuentra relacionado mediante pactos o sociedades. Estos conglomerados ejercen control sobre las empresas afiliadas mediante estructuras verticales, series accionarias preferentes y tenencias cruzadas de acciones. Generalmente tienen por objeto aumentar los derechos políticos o de voto en la corporación en mayor proporción que los derechos sobre los flujos de caja o dividendos. Estos grupos implican un aumento en los incentivos que tienen los controladores para expropiar a los accionistas minoritarios. Además, de esta forma se protegen de las tomas hostiles de control eliminando una de las formas naturales de gobierno corporativo y control externo del problema de agencia entre accionistas controladores y minoritarios. El problema de la expropiación de los accionistas minoritarios no es la única desventaja que presentan las estructuras como conglomerados, el sistema de incentivos para los ejecutivos se vuelve más complejo, por lo que los problemas de agencia podrían acrecentarse. Por otro lado, el conglomerado puede producir problemas de mala asignación de capital, por una tendencia a la sobre diversificación, dado la dificultad de generar conocimiento especializado en muchas áreas simultáneamente.

En economías con mercados de capitales desarrollados y baja concentración de la propiedad, el mercado por control es uno de los principales mecanismos externos de control corporativo. Por lo general las tomas de control se realizan de forma privada sin que los accionistas minoritarios participen, o se

realizan a través de OPA. La diferencia entre los dos mecanismos de compra es que en la OPA los accionistas minoritarios ganan la opción a participar en la transacción bajo las mismas condiciones que el controlador. Bajo el mecanismo de la OPA, el controlador actual debe renunciar a cualquier ventaja que hubiera tenido sobre los minoritarios como consecuencia de sus beneficios privados. Por esta misma razón, en aquellos casos en los que el controlador pueda bloquear la realización de una toma hostil, la exigencia de OPA puede impedir que cambios en el control de la empresa que podrían ser deseables desde un punto de vista social no se realicen.

La principal ganancia que puede hacerse en una toma de control está generalmente asociada a la potencial disminución del problema de agencia entre accionistas y gerentes, y no necesariamente a la posibilidad de impedir expropiación a gran escala.

Respecto al efecto que las transacciones que involucran cambios en el control tienen sobre el valor de las acciones comunes, existen diversos estudios que analizan diferentes tipos de fusiones y adquisiciones. En particular, Holderness y Sheehan estudian este efecto en una muestra de empresas norteamericanas que poseen un accionista controlador que tiene un porcentaje tal de las acciones que es suficiente para impedir tomas de control hostiles. Esta evidencia indica que las acciones comunes de empresas de este tipo que sufren un cambio en el controlador, cuando no se produce OPA simultáneamente, aumentan de precio en aproximadamente 10%. En cambio, en aquellas transacciones donde se realiza una OPA, el precio de la acción común termina aumentando en un 20%. Esta evidencia es consistente con la idea de que la OPA ayuda a seleccionar transacciones en las que el valor de los flujos de caja disponibles para los accionistas serán mayores⁶³.

⁶³ LEFORT, Fernando (2003): "Gobierno corporativo: ¿Qué es? Y ¿Cómo Andamos por casa?", Cuadernos de Economía, Año 40, N°120

Desde hace ya un tiempo se conoce la relación positiva que existe entre el desarrollo financiero de una economía y su crecimiento económico. King y Levine consideran que el volumen de crédito, especialmente del sector privado, aumenta significativamente la tasa de crecimiento de los países. Por otro lado, Levine y Zervos demuestran que la mayor liquidez del mercado de capitales accionario y el mayor desarrollo del sector bancario afectan positivamente al crecimiento económico. De acuerdo a Beck, Levine y Loayza existen diversos canales mediante los que este efecto se transmite principalmente. En primer lugar, mayor desarrollo financiero puede fomentar mayor ahorro. En segundo lugar, el sector financiero ayuda a canalizar estos ahorros en la forma de fondos externos disponibles para las empresas y aumenta la acumulación de capital. Finalmente, un mayor número y competitividad de los intermediarios financieros mejora la asignación de los fondos disponibles y aumenta el crecimiento económico. El efecto positivo del mayor desarrollo financiero se produce, de hecho, más fuertemente en empresas que pertenecen a sectores que presentan una escasez relativa de financiamiento externo. Estos canales se relacionan directamente con la creación de valor, lo que se tratará en el capítulo respectivo.

La importancia de una adecuada estructura de gobierno corporativo radica en que produce una mejora en el desempeño económico agregado es a través de su efecto sobre el desarrollo del mercado de capitales.

Cuando la estructura de gobierno corporativo protege efectivamente los intereses de los inversionistas externos a la empresa, éstos estarán dispuestos a pagar más por las acciones y bonos corporativos, incentivando a las empresas a emitir estos instrumentos para financiar nuevos proyectos

A pesar del efecto positivo que, en términos generales, induce la mejor protección a los accionistas, la forma precisa de esta protección condicionará el tipo de inversionista más favorecido, el tipo de financiamiento obtenido y la clase de empresas y actividad económica que se desarrolle. Por otro lado, la forma de estructura corporativa que prevalezca en una economía dependerá de factores

institucionales como leyes, regulaciones, eficiencia de la supervisión y del sistema judicial, entre otras.

Cabe mencionar que, de acuerdo al Teorema de Coase⁶⁴, bajo determinados supuestos los miembros del mercado ordenarán sus activos y decisiones en forma eficiente. Estos supuestos son: los derechos de propiedad se deben encontrar definidos con claridad; y que los costos de confeccionar contratos entre privados y hacer que se cumplan sean bajos. En una economía con esas características cada empresa se organiza en función de los mejores contratos posibles. Como los bienes y servicios que son provistos en las economías de mercado actuales pueden ser producidos por diferentes tipos de organización, el principio de competencia de mercado nos dice que debería sobrevivir aquel tipo de estructura de contratos que es capaz de proveer estos bienes y servicios al menor costo posible.

De hecho, la aplicación del Teorema de Coase al problema de la distribución de rentas en una empresa implica que independientemente de la ley y de las regulaciones existentes, los participantes en la empresa serán capaces de estipular mediante contratos la mejor forma de realizar esta distribución y obtener, por consiguiente, un adecuado nivel de financiamiento externo. Por supuesto, la validez de este resultado depende, como vimos, de la eficacia del ordenamiento jurídico para hacer cumplir estos contratos.

Esta discusión es especialmente relevante a la hora de evaluar la posibilidad de implementar reformas que mejoren la estructura de gobierno corporativo en una economía. En primer lugar, si las condiciones para implementar

⁶⁴ De acuerdo a la generalidad de la doctrina, el Teorema de Coase es aquel en el cual un mercado será eficiente cuando los costos de transacción sean muy bajos o inexistentes y que el ordenamiento jurídico respete el derecho de propiedad. A título de ejemplo, imaginemos que se descubre una cueva. Si la ley dice que al dueño del lugar donde se encuentra la entrada a la misma o si le pertenece al hombre que es dueño del terreno que se encuentra sobre la cueva, será utilizada para plantar hongos, guardar archivos bancarios, o como un reservorio de gas dependiendo de cuál de estos usos produzca un mayor valor. La protección del derecho de propiedad determina quién es dueño de algo, pero el mercado determina cómo será utilizado.

contratos privados en forma eficiente bajo el Teorema de Coase se dan, entonces los agentes privados deberían ser capaces de definir la estructura corporativa más conveniente en cada caso. Por lo tanto, las regulaciones y reformas legales no deberían ser necesarias ni recomendables, por cuanto el regulador puede equivocarse respecto a cuál es la estructura corporativa más conveniente para una determinada etapa de desarrollo.

Al pensar en la estructura corporativa más adecuada para una etapa de desarrollo específica de un país es necesario diferenciar entre dos niveles de reestructuración corporativa. Por un lado, como ya se discutió anteriormente, es normal que las corporaciones se adapten al entorno institucional en el que se desenvuelven. Así, cuando no existen buenos mecanismos externos de gobierno corporativo como un mercado por control activo o un marco legal adecuado, las corporaciones implementan mecanismos internos que suelen reflejarse en un aumento en la concentración de la propiedad. Si bien estos mecanismos pueden ser apropiados como respuesta al entorno, no necesariamente proporcionan los mejores incentivos para el desarrollo del mercado de capitales y el crecimiento económico. Por otro lado, si partiéramos de una economía con un nivel adecuado de protección a los inversionistas, que no discriminara en favor de ninguna clase específica de inversionista o de estructura corporativa, aún podríamos esperar que diferentes estructuras corporativas y de control favorecieran diferentes actividades en distintas etapas del desarrollo.

El punto crucial es que, bajo el Teorema de Coase, las corporaciones de economías con escasa protección a los inversionistas podrán superar esa limitación a través de contratos privados que permitan establecer mecanismos de gobierno corporativo que aseguren adecuada protección a los inversionistas y sean, al mismo tiempo, los más adecuados para el desarrollo económico del país. La implicancia del Teorema de Coase sería un proceso de "convergencia" natural mediante el cual economías poco desarrolladas en cuanto a sus estructuras de gobierno corporativo y mecanismos de protección a los inversionistas se mueven hacia los patrones que se observan en economías más desarrolladas.

Sin embargo, la evidencia empírica es bastante convincente en mostrar que el sistema legal de un país es una variable determinante en las formas de gobierno corporativo que se desarrollan en él y que las sociedades y formas de asociación reconocidas por el derecho no son capaces de adaptarse para compensar las limitaciones de las leyes⁶⁵.

Los memoristas consideran que es importante determinar cuáles son los pasos a seguir para desarrollar la estructura de gobierno corporativo y que, además, fomente el desarrollo del mercado de capitales y un mayor crecimiento económico. Es decir, si la convergencia no va a ocurrir en forma natural, qué tipo de acciones pueden tomarse para lograrla. De acuerdo a lo indicado por Lefort, existen dos formas de convergencia. Por un lado, se habla de convergencia legal al proceso mediante el cual se logra mover la estructura de gobierno corporativo hacia un modelo deseado mediante la aplicación de una serie de reformas del sistema legal, regulatorio y judicial. Su complejidad se encuentra en la oposición al desarrollo de dichas reformas.

Cuando la convergencia legal es muy costosa, se ha planteado que se debe fomentar y acelerar la apertura del mercado de capitales al exterior. La idea es que el uso de ADRs o, por ejemplo, el que una firma local sea adquirida por una extranjera que opera en una economía con adecuada protección va mejorando sostenidamente el grado de protección a los inversionistas locales. Otro sector de la doctrina sostiene que este tipo de convergencia suele ser de muy poco efecto para proteger los derechos de acreedores y otros stakeholders.

En mayo de 1999 la OECD aprobó los "principios de la OECD para el gobierno de las sociedades."⁶⁶ Estos principios resumen una serie de iniciativas y

⁶⁵ LEFORT, Fernando (2003): "Gobierno corporativo: ¿Qué es? Y ¿Cómo Andamos por casa?", Cuadernos de Economía, Año 40, N°120

⁶⁶ ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO (OECD), Principios de Gobierno Corporativo de la OECD. [En línea]. 2004. Fecha de consulta: 04

experiencias de países miembros de esta organización. En particular, la OECD establece una serie de recomendaciones en las áreas de: derechos de los accionistas, tratamiento equitativo a los accionistas, la función de los stakeholders en el gobierno de las sociedades, y el rol del directorio. Algunas de las recomendaciones más importantes pueden usarse y, se han usado de hecho, en la implementación de reformas a las leyes de valores y sociedades anónimas de diverso países, entre ellos Chile.

Hay que destacar, sin embargo, que la OECD reconoce que no existe un modelo único de gobierno corporativo. No obstante lo anterior, se establece que existe un conjunto de elementos comunes a todo buen gobierno corporativo. De entre estos elementos cabe destacar los siguientes. En primer lugar, se reconoce que los accionistas tienen un papel privilegiado respecto a otros stakeholders en cuanto a su derecho sobre el control residual de los activos. En segundo lugar, pero muy relacionado con lo anterior, se establece que los accionistas tienen derechos iguales entre ellos y que debe promoverse toda forma de proporcionarles información suficiente respecto a las decisiones que los ejecutivos o el accionista controlador estén efectuando. Se recomienda también que la adquisición del control corporativo esté reglamentada de forma que sea transparente y se realice en condiciones justas y equitativas. En tercer lugar, se recomienda establecer mecanismos regulatorios que aseguren que la corporación y sus controladores respetarán los derechos e intereses de los otros stakeholders de la compañía, entregándoles en forma oportuna y adecuada la información relevante. Finalmente, se establecen las principales responsabilidades y derechos de los miembros del directorio de la corporación. En este sentido, los directores deben actuar en forma diligente, asegurándose que las decisiones que se tomen afecten a los diferentes accionistas en la misma forma. Además, los directores

deben ser capaces de tener una opinión informada e independiente de la que sostengan los ejecutivos de la empresa.

Las recomendaciones de la OECD para el buen gobierno corporativo no han estado exentas de polémica. Las principales críticas que se les han hecho han sido dos. Por un lado, la rigidez de la estructura de gobierno corporativo que surge de estas recomendaciones, que contrariamente a lo que la propia OECD sostiene parece desconocer la posibilidad de que existan diversos tipos de gobierno corporativo utilizables en diferentes contextos económicos e institucionales. En segundo lugar, se critica la excesiva importancia que se le da al accionista en desmedro de otros stakeholders.

2.5 Gobiernos corporativos en Chile

El interés por la estructura de gobierno corporativo en Chile ha crecido en los últimos años tanto a nivel académico como en el sector empresarial y de gobierno. Por una parte, este interés se ha debido a la ola de transferencias de control en importantes empresas chilenas ocurrido en el último tiempo y que gatilló, a su vez, a la reforma a las leyes de Sociedades Anónimas y de Valores, mejor conocida como Ley de OPA, promulgada en diciembre de 2000. Por otra parte, la literatura académica sobre gobierno corporativo en Chile ha ido creciendo al amparo del desarrollo del marco conceptual y empírico a nivel internacional.

En términos generales, la estructura de propiedad y de gobierno corporativo que se observa hoy en Chile se ha desarrollado condicionada por eventos políticos y económicos ocurridos en el pasado y se caracteriza por la presencia de grupos económicos o conglomerados que dominan gran parte de la actividad empresarial nacional.

A juicio de los memoristas, la estructura de 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 y cinco mayores accionistas mantienen, en promedio, el 73.6% y 88.6% de la propiedad respectivamente⁶⁷.

De hecho, 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. Lefort señala, además, que aproximadamente la mitad de los grupos económicos que operan en Chile son controlados por capital extranjero, situación que se desenvuelve en un abierto aumento. Para él, los conglomerados chilenos se caracterizan por un férreo control de sus empresas. En primer lugar, como se mencionó, los controladores poseen alrededor del 57% del capital accionario consolidado del conglomerado. Además, los conglomerados muestran estructuras piramidales que permiten aumentar la cantidad de activos controlados por peso invertido. Así, los controladores en Chile consiguen 2.3 pesos de financiamiento externo por cada peso aportado por ellos. Sin embargo, estas estructuras son relativamente simples. Por un lado, rara vez se observan estructuras con más de tres niveles de consolidación y el uso de series preferentes de acciones es relativamente escaso observándose en menos del 7% de las sociedades listadas en Chile.

Como se indicó al inicio de la presente memoria, los directorios de las sociedades anónimas administran la empresa en beneficio de los accionistas independientemente del origen de los votos que recibieron para ser elegidos como tales. Por eso, habitualmente se considera que la presencia de directores independientes, aquellos que no tienen vínculos con los ejecutivos o con los controladores de la empresa, es un elemento importante de un buen gobierno corporativo. Como se mencionó anteriormente, los inversionistas institucionales constituyen un importante accionista minoritario. Lefort sostiene que la relativa

⁶⁷ LEFORT, Fernando (2003): "Gobierno corporativo: ¿Qué es? Y ¿Cómo Andamos por casa?", Cuadernos de Economía, Año 40, N°120

simpleza que se observa en las estructuras de los conglomerados chilenos se debe, al menos en parte, a las regulaciones impuestas sobre las administradoras de fondos de pensiones respecto a las características que deben tener las empresas en las que ellas deciden invertir.

La experiencia reciente indica, además, que ésta no es la única contribución al gobierno corporativo en Chile de las AFP. De hecho, en varios casos de adquisiciones de empresas chilenas y de decisiones corporativas, en general, las AFP han sido importantes para llamar la atención de la autoridad económica y la opinión pública respecto a supuestas violaciones a los derechos de los accionistas minoritarios. La alta concentración de la propiedad que se observa en la mayoría de las empresas chilenas dificulta las tomas de control hostiles. Cuando, además, la protección legal a los inversionistas es escasa o su aplicación imperfecta, el valor de la expropiación que los accionistas controladores pueden ejercer sobre los otros inversionistas es potencialmente muy alto. Bajo esas condiciones los controladores de las empresas exigirán grandes sobrepuestos, con respecto al valor de mercado de las acciones individuales, para estar dispuestos a entregar el control de las corporaciones. Estos sobrepuestos deben, en principio, compensarlos por el valor presente de los beneficios privados del control que están entregando.

En materia de gobiernos corporativos es necesario destacar lo siguiente: 1) Las transferencias de propiedad accionaria que conduzcan a un cambio de controlador deben hacerse a un "precio de mercado" o mediante una oferta pública de adquisición de acciones que asegure términos similares a todos los accionistas; 2) Las empresas listadas grandes deben constituir un comité de auditoría formado por mayoría de miembros independientes que tiene, entre otras, la función de aprobar todas las transacciones con partes relacionadas aprobadas por el directorio; 3) Chile no ha instituido todavía el concepto de Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo como un requisito para que las empresas listadas informen al mercado de su estándar en cuanto a las recomendaciones internacionales respecto al gobierno corporativo. Es importante

notar, sin embargo, que en el caso de las empresas que han emitido ADRs, este tipo de práctica está requerido por la equivalente a la SVS en Estados Unidos.⁶⁸

⁶⁸ LEFORT, Fernando (2003): "Gobierno corporativo: ¿Qué es? Y ¿Cómo Andamos por casa?", Cuadernos de Economía, Año 40, N°120

3 CREACIÓN DE VALOR

3.1 ¿Qué Es Valor?

Es posible apreciar en el Derecho y otras ciencias distintas definiciones de la voz Valor. El diccionario de la Real Academia Española de la Lengua atribuye a la voz “Valor” varias acepciones.

En su primera acepción “es el grado de utilidad o aptitud de las cosas, para satisfacer las necesidades o proporcionar bienestar o deleite”. En su segunda acepción es “cualidad de las cosas, en virtud de la cual se da por poseerlas cierta suma de dinero o equivalente”. Valor, también puede definirse como el “Rédito, fruto o producto de una hacienda, estado o empleo”. En un sentido de política monetaria valor es la equivalencia de una cosa a otra, especialmente hablando de las monedas. También puede definirse como la “Cualidad que poseen algunas realidades, consideradas bienes, por lo cual son estimables. Los valores tienen polaridad en cuanto son positivos o negativos, y jerarquía en cuanto son superiores o inferiores” o “Títulos representativos o anotaciones en cuenta de participación en sociedades, de cantidades prestadas, de mercaderías, de depósitos y de fondos monetarios, futuros, opciones, que son objeto de operaciones mercantiles”.

Aristóteles se refirió al concepto de Valor en su libro “Política”. En él esbozó dos dimensiones del valor, a saber: el “valor de uso” y “valor de cambio”.

“Toda propiedad tiene dos usos que le pertenecen esencialmente, aunque no de la misma manera: el uno es especial a la cosa, el otro no lo es. Un zapato puede a la vez servir para calzar el pie o para verificar un cambio. Por lo menos puede hacerse de él este doble uso. El que cambia un zapato por dinero o por

alimentos con otro que tiene necesidad de él, emplea bien este zapato en tanto que tal, pero no según su propio uso, porque no había sido hecho para el cambio.”⁶⁹

En esta obra en particular, Aristóteles no pretendía hacer un distingo en términos económicos o financieros del concepto de Valor, pues su objetivo primordial fue hacer un análisis racional de la sociedad justa y su continua perfección. En estos términos, continuó desarrollando la visión de Valor en su obra *Ética*: aborda la dimensión de la reciprocidad del valor. Su intención es expresar que las prestaciones deben ser equivalentes. Esta misma visión de reciprocidad del valor la podemos apreciar en nuestro Derecho Común, en cuanto la primera parte del artículo 1.441 del Código Civil, que reza: “El contrato oneroso es conmutativo cuando cada una de las partes se obliga a dar o hacer una cosa que se mira como equivalente a lo que la otra parte debe dar o hacer a su vez”, y en los vicios del consentimiento, esencialmente en la rescisión del acto jurídico por lesión enorme, en los casos señalados por la ley. Lo anterior se puede apreciar en que Aristóteles afirma que cuando hay intercambio, y las cosas intercambiadas no tienen el mismo valor, entonces se deberá igualar el valor para que éste se produzca.

Cabe mencionar que distinguimos una escisión entre la visión aristotélica del valor y la concepción jurídica de nuestro derecho respecto del mismo. Para Aristóteles, el deber de igualar el valor opera para todas las cosas. En cambio, para nuestro Derecho Civil, la igualación de las cosas se estableció de acuerdo a una calificación moral del legislador de la época: para Bello, la igualación sólo debía operar en el caso de los bienes inmuebles y en otros muy específicos.

Es posible afirmar que las teorías del valor se han dividido en dos grupos: teorías de valor objetivo y teorías de valor subjetivo.

⁶⁹ ARISTÓTELES, “Política (Spanish Edition) [Kindle Edition], 2012

Las teorías de valor objetivo sostienen que el valor está en las cosas, mientras que las teorías de valor subjetivo sostienen que el valor de la cosa es atribuido por el individuo. Para la teoría de valor subjetivo, no es coherente afirmar que una cosa vale más que otra, salvo a título personal. Una mercancía no tiene "un" valor sino tantos valores como individuos.

Cuando se afirma que una cosa vale más o menos que otra se está emitiendo un juicio, esto es, la apreciación de un individuo en un momento y circunstancia particular. No solamente los individuos valoran de distintas maneras una misma cosa, sino que, además, pueden valorar diferente una misma cosa en distintos momentos y circunstancias históricas.

A lo largo de la Historia, los economistas han discutido si Aristóteles adhería a una u otra doctrina respecto del valor. No obstante ello, para el desarrollo de la presente memoria, se considera que para Aristóteles el concepto de valor, está relacionado con el de justo precio. A Aristóteles no le interesaba elaborar constructos teóricos respecto a la economía, sino que se interesó en contemplar el valor de intercambio, para efectos de referirse a la justicia. Siempre en un contexto social, inmerso en el ámbito del Estado y los ciudadanos, preocupándose por las leyes, y la justa interacción de las relaciones humanas. Para el desarrollo del concepto de Valor de la presente memoria, es importante destacar que ya en los tiempos de Aristóteles se distinguían variadas percepciones del Valor: Valor de uso que lo podemos definir como el valor que cada individuo le asigna a un determinado bien, ya sea por razones sentimentales, por apreciaciones personales, o necesidades particulares. Y por otro lado el valor de cambio, que es un valor objetivo, equivalente a la cantidad de bienes determinados que requiere un individuo para intercambiar otra cantidad de bienes determinados, bienes que pueden ser de naturaleza distinta pero que las partes al momento de hacer efectivo el intercambio miran como equivalentes.

Recordemos, que no es necesario que el valor de estos bienes sea necesario, de hecho deben ser distintos, ya que si las partes mirasen los bienes

como iguales, el intercambio no se produciría, ahondaremos en este tema más adelante.

Así como Aristóteles distingue entre dos tipos de valor, uno subjetivo y otro de cambio, San Bernardino de Siena, en su obra “Teoría del Valor”, elabora un concepto de valor que dice relación con la forma en que éste se determina. San Bernardino describe un **valor de uso**, que se determina por tres factores, a saber: i) *virtuositas* (su virtud), cualidad intrínseca de un bien; ii) *raritas* (su escasez), un bien tendrá un valor más alto donde ese bien es más escaso; iii) *complacibilitas*, que es la estimación común de un bien, su capacidad de satisfacer las necesidades humanas.

Para San Bernardino, la virtud de un bien determinado, es decir su cualidad intrínseca, no es lo que le da un valor al bien, sino que es el Hombre el que le da valor, al darse cuenta que esa cualidad particular del bien le es útil. La utilidad de un bien determinado es una creación del intelecto, un bien puede tener de esta manera tantas “virtuositas” como cualidades que un hombre pueda encontrar para un bien determinado.

De estos conceptos desarrollados por San Bernardino, otros escolásticos fueron introduciendo pequeñas variables que consideraban debían o no ser incluidas al momento de determinar el valor de un objeto. San Antonio se preocupó de establecer cómo se determina lo que él denomina valor, que lo concibe como el valor de cambio, pero en términos de establecer un “Justo Precio”. Para este doctrinario, el valor no es algo objetivo en términos absolutos, si bien se puede determinar sobre una base objetiva, ésta permite cierta flexibilidad en que ese valor puede encontrarse. Si bien, la preocupación es válida, tiende a confundir el precio con el valor.

Para Francisco de Vitoria, para determinar el valor de una cosa, no se deben tener en cuenta los costos de producción de la cosa, o lo que pagamos al momento de adquirirla, tampoco se debe tener en cuenta los riesgos propios de la producción u obtención del bien, sino que debe estarse a la estimación común del bien, algo que podemos asimilar a lo que hoy conocemos en Derecho como

“precio de plaza”. Para Vitoria, el valor de un bien, es igual a su precio: considera injusto el precio, cuando éste toma en cuenta consideraciones subjetivas, como lo son el costo de producción o el riesgo. Este valor subjetivo que determina el vendedor de un bien determinado, no es para Vitoria un tema económico. Para él el único precio que importa es el precio de plaza.

Para Vitoria existe un solo precio: el precio de plaza. Desde la perspectiva económica contemporánea, es dable afirmar que Vitoria erraba o caía en contradicción respecto de la determinación de precio, pues, de acuerdo a su apreciación teórica, el precio era injusto cuando excedía al precio de plaza. Actualmente no existe un precio único determinado de mercado. En el mercado hay tantos precios como transacciones, cada precio es un acuerdo que se realiza por un vendedor y un comprador o un tercero. Se genera un precio en que el vendedor está dispuesto a transferir los derechos que tiene sobre el bien y el comprador a adquirirlos. Sin este acuerdo, jamás existirá un intercambio. El valor que cada una de las partes le asigna a la cosa, no es igual al precio. Para que el acuerdo se produzca y se lleve a cabo la transacción se necesita que el vendedor estime que la cosa vendida vale menos que el precio que el comprador está dispuesto a pagar, y a su vez el comprador considera que la cosa comprada vale más que el precio que está pagando por ella. De esta forma, el precio de mercado no es más que una referencia que se obtiene de operaciones aritméticas, es una media en que la cosa en cuestión suele venderse. Se dan dentro de un margen cuyos rangos establece la competencia.

De esta manera, se puede apreciar que Vitoria cae en una contradicción al hablar de precio injusto, cuando todo precio requiere del acuerdo de voluntades, voluntades que se generan libremente. Vitoria, al igual que sus compañeros escolásticos, veían el valor como algo absolutamente objetivo, derivando en la confusión entre valor y precio, no pudiendo abandonar el concepto de precio justo.

Si el valor es considerado un concepto subjetivo, habrá tantas valoraciones como personas. Pareciera no darse en la realidad los postulados de los

escolásticos respecto a la "estimación común". La estimación es puramente individual. Si los escolásticos se hubiesen dado cuenta de este punto, se habrían visto obligados a abandonar la idea de "precio justo". Cuando dos personas celebran un acto jurídico, por ejemplo, suscriben un contrato de arriendo, celebran un comodato, constituyen una sociedad en los términos indicados por el Código Civil, entre otros varios actos jurídicos, el precio, renta, remuneración o plazo, respectivamente se determina sobre la base de sus respectivas valoraciones y cualquier cantidad que convengan es una especie de precio de mercado aunque se aparte mucho de lo que "habitualmente" se paga.

Es en virtud de los párrafos anteriores que los escolásticos estaban a favor del control de precios de los bienes de primera necesidad. Luego puede haber precios libres determinados por los costos en un caso y precios máximos determinados por los requerimientos para los bienes de primera necesidad, en el otro.

El análisis histórico de las diversas teorías del Valor nos permite una constante: la dificultad que existe en distinguir entre valor y precio. Como ya hemos visto desde Aristóteles, cada vez que se ha intentado elaborar una teoría del valor, de alguna manera siempre se ve relacionada con el "justo precio" de Aristóteles o algún símil.

Dentro de la escuela francesa, se considera necesario mencionar los postulados de Etienne Bonot de Condillac. Se aproximó a un planteamiento acabado y preciso de la teoría del valor y de los precios. "Nosotros estimamos un bien sobre la base de la utilidad que tenga para los usos en que lo queremos emplear. Ahora bien, esta estima es lo que llamamos valor. Decir que una cosa tiene valor, es decir que es útil, o que es útil para algún uso".⁷⁰

⁷⁰ SAY, Jean-Baptiste. Letters to Mr. Malthus on Several Subjects of Political Economy And on the Cause of the Stagnation of Commerce to which it Added A Catechism of Political Economy. Augustus M. Kelley, Publishers. 1967, p. 78. Traducción efectuada por los memoristas.

Luego, en su misma obra indica que existe una confusión en la conceptualización del concepto Valor: “Uno está inclinado a considerar el valor como una cualidad absoluta, que es inherente a las cosas, independientemente del juicio que tengamos de ella, y esta noción confusa está originada en un mal razonamiento. Es necesario, entonces, recordar que, aunque las cosas tienen un valor porque tienen cualidades que les permiten satisfacer nuestras necesidades, no tendrán valor para nosotros si no juzgamos que en realidad tienen esas cualidades. Su valor está, entonces, principalmente en el juicio que hagamos de sus utilidades.⁷¹ [...] En la abundancia uno siente que necesita menos, porque uno no tiene miedo del desabastecimiento. Por la razón opuesta, uno siente que necesita más en la escasez y miseria. El valor de las cosas aumenta con la escasez, y disminuye con la abundancia. [...] el mayor o menor valor, manteniéndose la misma utilidad, está fundamentado en la escasez de las cosas o en su abundancia, o mejor en la opinión que tengamos de su escasez o de su abundancia. Digo *manteniendo la misma utilidad* porque es lo suficientemente claro que si suponemos una igual escasez o una igual abundancia, uno les da mayor o menor valor según las juzgue más o menos útiles.”⁷²

Se puede ver claramente que Condillac procura no asociar el concepto económico de escasez con un criterio objetivo. Hace un especial énfasis en la subjetividad de la apreciación del valor, indicando: "la *opinión* que tengamos de su escasez o su abundancia". Esta idea de la escasez la remarca en lo siguiente: “[...] concibo que una cosa es escasa cuando juzgamos que no tenemos la suficiente cantidad de ella para nuestro uso; y que es abundante cuando juzgamos que tenemos más de lo que necesitamos. [...] una cosa con la cual no se puede

⁷¹ SAY, Jean-Baptiste. Letters to Mr. Malthus on Several Subjects of Political Economy And on the Cause of the Stagnation of Commerce to which it Added A Catechism of Political Economy. Augustus M. Kelley, Publishers. 1967, p. 78. Traducción efectuada por los memoristas.

⁷² CACHANOSKY, Juan C. *Historia De Las Teorías Del Valor*. Tesis obligatoria para optar al grado de doctor en filosofía. Argentina. Instituto Universitario ESEADE. 1994. P. 48 – 49.

hacer nada y de la cual uno no puede extraer nada no tiene valor [...] una cosa tiene valor cuando tiene utilidad;”⁷³

También rechaza explícitamente que los costos tengan influencia sobre el valor, y los pone en su correcta relación causal: “[...] una cosa no tiene valor porque cuesta, como uno puede suponer, sino que cuesta porque tiene valor”. “Cuando todos en general están de acuerdo en entregar cierta cantidad de vino a cambio de cierta cantidad de maíz, entonces el maíz en relación con el vino, y el vino en relación con el maíz también tendrá un valor generalmente reconocido por todos [...]. Ahora bien, este valor relativo generalmente reconocido en los intercambios es el fundamento del precio de las cosas. El precio es, entonces, solamente el valor estimado de una cosa en relación con el valor estimado de otra [...]. Las cosas son recíprocamente el precio de una respecto de otra [...]”. “En primer lugar el precio de las cosas es relativo a la estimación que hagamos de ellas; o mejor, es sólo la estimación que realizamos de una en relación con otra, y esto no es sorprendente, porque originalmente precio y estimación eran palabras enteramente sinónimas, y el significado de la primera es idéntico al significado que la segunda tiene hoy. En segundo lugar, ellos son recíprocamente el precio de uno respecto del otro.” Seguidamente sostiene que el valor es anterior a cualquier intercambio o precio: “Cuando tenemos necesidad de una cosa, ella tiene valor, lo tiene sólo por ella y antes de que haya cualquier intención de realizar un intercambio [...]. Sólo en el intercambio tiene un precio [...] y su precio [...] es la estimación que hacemos de su valor cuando en el intercambio comparamos su valor con el valor de otra”.⁷⁴

⁷³ CACHANOSKY, Juan C. *Historia De Las Teorías Del Valor*. Tesis obligatoria para optar al grado de doctor en filosofía. Argentina. Instituto Universitario ESEADE. 1994. P. 48 – 49.

⁷⁴ CACHANOSKY, Juan C. *Historia De Las Teorías Del Valor*. Tesis obligatoria para optar al grado de doctor en filosofía. Argentina. Instituto Universitario ESEADE. 1994. P. 48 – 49.

Queda claro dentro de los postulados de Condillac que el concepto de valor es anterior a cualquier intercambio o precio. Para el autor, las cosas tienen valor según la apreciación subjetiva de utilidad de hagan las personas. Posterior a ello, en la intención de efectuar un intercambio aparece el concepto de precio, que puede conceptualizarse como el consenso que hacen las partes de valor de una cosa en relación a un mismo consenso respecto al valor de otra.

John Locke (1632-1704). En su *Second Treatise of Civil Government* (1690) establece una definición del concepto Valor, relacionada con la cantidad de labor del Hombre implementada en la cosa. "El pan, el vino y las ropas son cosas de uso diario y de gran abundancia; sin embargo, si el trabajo no nos proveyese de esta clase de artículos tan útiles, nuestro pan, nuestra bebida y nuestras ropas serían las bellotas, el agua y las hojas o las pieles. Porque el mayor valor que tienen el pan sobre las bellotas, el vino sobre el agua y el paño o la seda sobre las hojas, las pieles o el musgo, se debe por completo al trabajo y a la industriosisidad humana[...]⁷⁵. Locke pareciera abandonar esta teoría posteriormente en su obra *Some Considerations of the Consequences of the Lowering of Interest, and Raising the Value of Money*, pues centra su análisis en la dinámica económica de la oferta y la demanda.

Adam Smith, continuó la línea teórica de Aristóteles, basándose en su distinción entre valor de uso y valor de cambio. *Se debe observar que la palabra valor tiene dos significados diferentes; algunas veces expresa la utilidad de un objeto en particular y otras el poder de comprar otros bienes que la posesión de dicho bien nos permite. El primero puede llamarse "valor de uso", el otro "valor de cambio"*⁷⁶. Esto es todo lo que dice Smith, en *The Wealth of Nations*, acerca del valor, o valor de uso. De ahí en adelante sólo se preocupa por explicar cómo se determina el "valor de cambio", o sea el "precio" de las mercancías. Smith, como

⁷⁵ LOCKE, John. *Second Treatise of Civil Government*. (Jul 4, 2002) - Kindle eBook

⁷⁶ SMITH, Adam, *An Inquiry Into The Nature and Causes of The Wealth of Nations*, (May 16, 2012) - Kindle eBook.

todos los clásicos, daba por sentado que para que una cosa tenga valor de cambio, tiene que tener valor de uso. Si una cosa no es de ninguna utilidad no puede tener valor de cambio. Cabe mencionar a este respecto que Francis Hutcheson, maestro de Adam Smith, consideraba que *“la base todo precio debe consistir en alguna idoneidad de los bienes para proporcionar alguna utilidad o algún placer en la vida; sin esta aptitud los productos no pueden tener ningún valor. Dando lo anterior por sentado, el precio de las cosas se formará sobre la base de la demanda de que son objeto, y de la dificultad en adquirirlas”*⁷⁷. Después de distinguir entre valor de uso y valor de cambio, Smith ejemplifica con la famosa paradoja del valor: *“Las cosas que tienen un alto valor de uso tienen frecuentemente poco o ningún valor de cambio; y, por el contrario, aquellas que tienen un alto valor de cambio frecuentemente tienen poco o ningún valor de uso. Nada es más útil que el agua: pero con ella no se puede comprar casi nada, casi nada se puede cambiar por ella. Un diamante, por el contrario, tiene poco valor de uso; pero a menudo se puede cambiar por una gran cantidad de otros bienes.”*. Luego de haber distinguido, en *The Wealth of Nations*, entre valor de uso y valor de cambio, se olvida del primero y reflexiona sobre el segundo. Pero sus reflexiones tienen dos partes: 1) los *determinantes* del valor de cambio y 2) la *medida* del valor de cambio. Por ejemplo, no es lo mismo reflexionar sobre qué es el tiempo o el espacio que reflexionar cómo se puede medir el tiempo o el espacio; son temas distintos. Casi todos, o todos, los clásicos coincidían en que la mejor medida del valor de cambio era la cantidad de horas de trabajo que implicaba la creación de un producto. Pero esto no es lo mismo que afirmar que la cantidad de horas trabajadas es la causa o el origen del valor de cambio. En el capítulo V de *The Wealth of Nations*, denominado "Of the real and nominal Price of Commodities; or of the Price and Labour, and their Price in Money" Lo que hace Smith en este capítulo es sostener que, debido a los cambios en el poder

⁷⁷ HUTCHENSON, Francis, citado por M Grice – Hutchinson. "El pensamiento económico en España". España. Editorial Crítica. 1982

adquisitivo del dinero, éste no es una buena medida del precio de las cosas. En cambio, el trabajo nos va a dar una medida real del precio. Independientemente de que la propuesta de Smith sea correcta o no, lo que sí es cierto es que este capítulo está dedicado a explorar una buena *medida* del valor de cambio y no su origen. Consideramos que el postulado de Smith no permite dar una clara apreciación de los conceptos de valor de cambio. Smith comienza afirmando que:

El valor de cualquier mercancía, por lo tanto, para la persona que la posee, y que no intenta usarla o consumirla, sino cambiarla por otras mercancías, es igual a la cantidad de trabajo que le permite comprar o disponer. El trabajo es, por lo tanto, la medida real del valor de cambio de todas las mercancías.

El precio real de todo, lo que cualquier cosa realmente le cuesta al hombre que la quiere adquirir, es el sacrificio y molestia de adquirirla. Por lo que realmente es valorada cualquier cosa para el hombre que la quiere adquirir, y que quiere disponer de ella o cambiada por alguna otra cosa, es por el sacrificio y molestia que le puede ahorrar, y que puede ser trasladado a otra persona.⁷⁸

El párrafo es bastante confuso; la palabra "valor" parece tener tres significados al mismo tiempo: 1) valor de uso, cuando dice "por lo que realmente es valorada cualquier cosa para el hombre que la quiere adquirir", 2) precio, cuando dice "el valor de cualquier mercancía [...] es igual a la cantidad de trabajo que le permite comprar o disponer" y 3) medida, cuando dice "el trabajo es [...] la medida real del valor de cambio de todas las mercancías". De todas maneras, hay algo que sí está muy claro y es que está hablando de valor de cambio (precio) y no de valor de uso, o simplemente valor. En el capítulo que sigue, dedicado a los "determinantes" del valor de cambio, se aclara bastante el porqué de esta desprolijidad de Smith. A título de ejemplo, si por el bien A se paga habitualmente en el mercado \$100 y con \$100 también se pueden tres unidades del bien B y dos

⁷⁸ SMITH, Adam, An Inquiry Into The Nature and Causes of The Wealth of Nations, (May 16, 2012) - Kindle eBook.

del bien C, difícilmente alguien vendería A por debajo de \$100, porque obtendría menos unidades de los bienes B y C. Lo que el bien A "vale" para su poseedor es lo que puede conseguir a cambio de él. En este ejemplo el dinero estará "midiendo" cuántas unidades de los bienes B y C se pueden comprar. El problema es que para Smith el dinero, que en sus tiempos era el oro y la plata, no era una buena "medida" del valor. Sin embargo, el oro y la plata, como cualquier otra mercancía, manifiestan cambios en su valor.

Para los memoristas, el poder adquisitivo de las personas varía a través del tiempo. Smith intentó explicar cómo se producía ese cambio, a través de la determinación de una constante. Esta constante era el trabajo. Para él, el trabajo era lo único que nunca cambiaba su valor. A juicio de los memoristas, Smith estaba hablando de un "estado primitivo y rudo de la sociedad", donde no hay acumulación de capital ni propiedad privada de la tierra. En estas condiciones, es lógico que el valor de cambio de los distintos bienes esté dado por el tiempo de trabajo que requiere producirlos; el tiempo de trabajo es el "precio" que hay que pagar para obtener el bien que se desea.

Una vez que la sociedad abandona su estado primitivo, el trabajo "no" es el único determinante del valor de cambio, las ganancias forman parte de él; y el valor de cambio puede subir con el trabajo y costo que se le agrega. De esta forma, es posible afirmar que Adam Smith no tiene una teoría del valor y sí una teoría de los precios. Y que su teoría de los precios no es una teoría del valor-trabajo sino una teoría del costo de producción. El precio de mercado, determinado por la oferta y la demanda, tiende a gravitar hacia el precio natural, determinado por los costos de producción. Es cierto lo que decía Smith, que los precios tienden a igualarse con los costos medios en el largo plazo; su error consistió en creer que por lo tanto los precios estaban "determinados" por los costos.

Los argumentos señalados anteriormente permitieron a Smith explicar por qué el mercado coordina la producción a través de una "mano invisible", logrando una asignación de los recursos que no puede conseguir ningún planificador

gubernamental por mejores intenciones que tenga. El precio de mercado tiende a igualarse con el natural, que está determinado por los costos de producción.

James Maitland, 8vo Conde de Lauderdale (1759-1839). Este noble publicó en 1804 un libro titulado *An Inquiry Into the Nature and Origin of Public Wealth*, en el que critica la teoría del valor de cambio de Adam Smith. Se trata de una crítica realmente brillante, ya que se anticipa a la teoría de la utilidad marginal con mucha precisión. Veamos el siguiente párrafo, que es muy significativo:

El término Valor, cualquiera que haya sido su sentido original, no expresa, en el uso común, una cualidad inherente a la mercancía. No hay nada que posea un valor real, intrínseco o invariable. La posesión de ninguna cualidad, no importa cuán importante sea para el bienestar del hombre, puede conferir valor; porque el agua, la más necesaria de todas las cosas, rara vez lo profesa.

La experiencia nos muestra que, a toda cosa que se la considera uniformemente valiosa, es porque a la posesión de ciertas cualidades que la hacen objeto del deseo humano, hay que agregarle la circunstancia de que es escasa. Por lo tanto, para conferir valor hacen falta dos requisitos: 1) Que la mercancía, siendo útil o agradable al hombre, debe ser objeto de su deseo; 2) Que tenga algún grado de escasez.⁷⁹

De la exposición de los párrafos anteriores, es posible apreciar que ya desde los tiempos de Aristóteles, ha sido difícil encontrar una definición de valor, revelándose un punto importante: valor no es precio. El concepto de valor es término más amplio y complejo, que comprende distintas variables. En los próximos capítulos intentaremos establecer lineamientos en torno a qué se conforma el valor en cuanto a sociedades se refiere y cómo se puede determinar si éste se crea o se destruye.

⁷⁹ CONDE DE LAUDERDALE, *An Inquiry Into the Nature and Origin of Public Wealth*, Kelly Publishers, 1967, p. 12.

3.2 Principios Fundamentales de la Creación de Valor

Una de los conceptos fundamentales para poder comprender qué significa el valor de una sociedad, es tener claro su objeto. Las sociedades anónimas y, en general, las distintas empresas existen para satisfacer las necesidades de los consumidores, de manera tal que se traduzca en dividendos confiables para los inversionistas.

Para el autor español Francisco López, “[...] una empresa vale, como cualquier otro elemento susceptible de ser comprado o vendido, el precio que alguien esté dispuesto a pagar por ella. [...] el valor de una empresa [...] es totalmente subjetivo. [...] no existe un valor objetivo, definitivo y absoluto, de una empresa, una cifra que nadie pudiera discutir, de la que se pudiera afirmar sin lugar a dudas: “esta empresa vale esto, y basta”. ”⁸⁰

Si bien esta afirmación permite esclarecer el valor de una empresa para efectos de su venta o de su adquisición, es decir, es cierta cuando queremos establecer un precio. Pero como ya hemos visto, precio no es lo mismo que el valor. Por eso cabe preguntarse cómo se determina el valor, qué elementos debemos tomar en cuenta para determinar el valor de una empresa y, finalmente, cómo creamos valor.

Conocer qué conforma el valor de una empresa en su relación con la economía, permite a los ejecutivos y administradores de las distintas empresas tomar decisiones estratégicas respecto de fusiones y adquisiciones, presupuesto, políticas financieras, tecnología, resultados en los diferentes mercados económicos y los cambios que se produzcan en la industria. Estas consecuencias tendrán un valor y una significación jurídica.

Consideramos importante conocer el valor de una empresa, porque, cuando las personas invierten esperan que el valor de su inversión aumente de tal manera

⁸⁰ FRANCISCO LOPEZ, Valoración de Empresas: una introducción Practica (Spanish Edition), Kindle Edition

de lograr ser compensados por el riesgo tomado, así como también por el efecto del transcurso del tiempo sobre su dinero.

Las empresas generan valor mediante la inversión de capital de los inversionistas para generar flujos de caja futuros con tasas de retorno que excedan el costo del capital, es decir, la tasa de retorno que los inversionistas requieren para que se les pague por el uso de su capital.

Mientras mayor sea la rapidez con que una empresa pueda hacer crecer sus ingresos y desplegar más capital a tasas de rentabilidad atractiva, más valor crearán.

En virtud de lo indicado en el párrafo anterior, definimos el retorno sobre el capital invertido como las utilidades operativas divididas por el capital invertido en un determinado activo, capital de trabajo y otros bienes.

$$\text{Retorno Sobre Capital Invertido} = \frac{\text{Utilidades Operativas}}{\text{Capital Invertido}}$$

De esta manera podemos afirmar que la combinación entre el crecimiento y el retorno sobre el capital invertido, mueve el valor y a la creación de valor.

La estrategia que decida tomar una empresa para generar valor dependerá del punto en que se encuentre un negocio determinado en términos de crecimiento y del retorno sobre el capital invertido.

Si una empresa con altas tasas de retorno desarrolla estrategias para mejorar su crecimiento, creará mayor valor. Pero si una empresa con bajas tasas de retorno desarrolla estrategias para mejorar su crecimiento sobre el capital invertido, entonces generará menos valor.

Una segunda consideración para determinar el valor y su creación, consiste en que el valor es creado para los accionistas cuando las compañías generan mayores flujos de caja y no mediante la reorganización de las participaciones que los inversionistas puedan tener en estos flujos. Esto se relaciona fundamentalmente con la conservación de valor.

Por ejemplo, cuando una empresa sustituye deuda por deuda o contrae deuda para la readquisición de acciones, lo que hace es cambiar al acreedor respecto del flujo de caja. Sin embargo, esto no cambia el total de los flujos de caja disponibles. Tampoco hace aumentar el valor, a menos que este aumento de la deuda genere un ahorro en materia tributaria. El uso de técnicas contables puede crear la ilusión de un mejor desempeño, sin que ello implique un cambio real en el flujo de caja. Ello no altera el valor de la empresa.

Una tercera consideración: el desempeño de una compañía en el mercado de valores depende de las expectativas del mercado de valores y no del desempeño de la empresa. En otras palabras, el desempeño que una sociedad tenga en el mercado de valores, no dependerá principalmente del retorno sobre el capital invertido, sino que estará ligado a las expectativas que el mismo mercado genere sobre la sociedad en cuestión. Entre más alta sea la expectativa que se genere en la Bolsa de Valores, más alto será el precio por acción. De tal forma, mientras más alto sea el precio por acción, mejor deberá ser el desempeño de la compañía, para así mantener el nivel de las expectativas.

A título de ejemplo, HOME DEPOT, una empresa de retail norteamericana, durante el periodo comprendido entre 1999 y 2009, perdió la mitad de su valor de sus acciones, a pesar de un incremento en sus ingresos de un 11% anual durante el mismo período y con un atractivo retorno sobre el capital invertido. La baja en el valor de las acciones puede ser explicada principalmente por una sobrevaloración de 132 billones de dólares de los Estados Unidos de América, que para poder ser justificada requería ingresos de un 26% anual por un período de 15 años, una cifra poco usual en mercado del retail.

Al contrario, los accionistas de CONTINENTAL AG (una empresa alemana de repuestos automotrices), se beneficiaron de las bajas expectativas del 2003, cuando el beneficio por acción de CONTINENTAL era de alrededor del 6%. Durante los 3 años siguientes, los accionistas percibieron utilidades del 74% anuales, de las cuales un tercio pueden atribuirse a la eliminación de las

expectativas negativas y el retorno de CONTINENTAL a un beneficio por acción, a niveles de un 11% anual.

A través de estos ejemplos, lo que se quiere significar es que las empresas que generan valor no necesariamente son una buena inversión. En un contexto en que la retribución por la ejecución se encuentra íntimamente ligada al desempeño del precio por acción en períodos breves de tiempo, usualmente es más fácil para los ejecutivos y administradores general mayor valor introduciendo mejoras en áreas de un desempeño débil que mediante la superación de una compañía de alto desempeño a uno aún mayor.

La cuarta consideración: el valor de una empresa depende de quién lo administre y de la estrategia que utilice. Esta circunstancia es conocida como “El Mejor Dueño”. Diferentes dueños generan diferentes flujos de caja para un negocio determinado, basado en sus habilidades para crear valor. Esto se relaciona con la idea de que el valor de un negocio determinado no es inherente al negocio, sino que un negocio tiene un valor relativo a quien lo posea y opere. Por ejemplo, algunos agregan valor mediante vínculos particulares que tienen con otros negocios (linkages) que administran, algunos como aquellos cuya fortaleza está dada por la capacidad para acelerar la comercialización de productos que poseían con anterioridad.

La idea del valor y su relación con el retorno sobre el capital invertido, no es nueva. En 1890, A. Marshall, se había referido a ella en su libro “Principios de la Economía”⁸¹: En resumen, plantea que hay cuatro principios que fundamentales del valor:

- 1) El valor se crea mediante la inversión del capital de inversionistas para generar flujos de caja futuros con tasas de retorno que excedan el costo del capital.

⁸¹ MARSHALL, Alfred, “Principles of Economics” (Illustrated), Kindle eBook edition. 7, 2012.

- 2) El valor se conserva mediante la generación de mayores flujos de caja y no mediante reestructuración de la deuda.
- 3) El desempeño en el mercado de valores de una sociedad depende de las expectativas que le mercado tenga y no del desempeño real de la empresa.
- 4) El valor de un negocio depende de quien lo administre y la estrategia que utilice.

Para Marshall estos cuatro principios son fundamentales. Su inobservancia puede generar problemas críticos en la economía, como por ejemplo: el alza y caída de los grandes conglomerados en los años setenta; las adquisiciones hostiles que se dieron en la década del ochenta en los Estados Unidos, el colapso de la burbuja de Japón en la década del noventa; la crisis asiática de 1998; el fenómeno denominado como “burbuja de internet”; la crisis económica de 2007, pueden ser apreciadas a través de los cuatro principios básicos de Marshall. Por ejemplo durante la burbuja de Internet, los administradores e inversionistas perdieron de vista que es lo que mueve al retorno sobre el capital invertido, y muchos olvidaron su importancia por completo.

Durante el período del fenómeno que se denominó “Burbuja de Internet”, el mundo financiero estaba convencido de que el fenómeno de internet podría cambiar las normas bases del funcionamiento de los negocios, comenzando una carrera por crear compañías relacionadas a internet y abrirlas a la bolsa.

Algunas de las compañías creadas durante este período, como Amazon, eBay y Yahoo!, han creado y es probable que continuen creando valor y ganancias. Sin embargo, se considera por la mayoría de los expertos que, por cada nueva idea sólida e innovadora de negocio existen grandes cantidades de empresas que no pueden generar los ingresos o flujos de caja ni en el corto ni en el largo plazo. En algunas situaciones, en a la medida que una empresa crece, puede obtener márgenes de ganancias y retorno sobre el capital, porque su producto se hace cada vez más valorado por cada nuevo cliente. La competencia fuerza los retornos a niveles razonables, pero en industrias con retornos al alza, la

competencia se mantiene a raya por el bajo y decreciente costo unitario del líder del mercado. En este tipo de industrias, el ganador se lo lleva todo.

El concepto de retornos crecientes en la producción a escala se aplicó de manera generalizada durante el fenómeno de la Burbuja de Internet. Se extrapoló a casi todo producto y servicio relacionado a Internet y, en algunos casos, a todas las industrias.

A juicio de los memoristas, ignorar la importancia del valor y de su creación puede ser la explicación subyacente en la crisis financiera del año 2007. Los inversionistas de los bancos soslayaron el principio de la conservación del valor, tomando niveles de riesgo que eran insostenibles.

Primero, propietarios y especuladores compraron bienes raíces (bienes que son esencialmente ilíquidos). Luego, las gravaron con hipotecas con tasas de interés notoriamente más bajas que las tasas de interés promedio. Posteriormente, dichas tasas de interés comenzaron a subir sustancialmente. Durante los primeros años, considerados como años de gracia, tanto los prestamistas como los propietarios podían cumplir con sus obligaciones. Ambos asumieron que los ingresos de los compradores aumentarían lo suficiente como para cubrir los dividendos, o que el valor del inmueble aumentaría lo suficiente como para conseguir refinanciamiento de un nuevo prestamista.

Los bancos tomaron la decisión de elaborar paquetes de deuda de alto riesgo y los convirtieron en deuda garantizada (securities) de largo plazo, los que vendieron a inversionistas. Los securities tampoco eran bienes líquidos, pero los inversionistas que los compraban, típicamente mantenían fondos para otros bancos. Usaron deudas de corto plazo para financiar la compra, mediante la creación de riesgo de largo plazo para aquellos que les prestaban el dinero.

Cuando se produjo el reajuste muchos de los nuevos propietarios (deudores hipotecarios) no pudieron cumplir con el pago de sus dividendos. Reflejándose este hecho en el mercado inmobiliario, produciendo que el precio de las viviendas bajaran por debajo de la tasación que había justificado el préstamo, es decir, el valor de inmueble era menor que cuando se compró, llegando al punto que los

deudores hipotecarios no podían realizar el pago de sus dividendos, pero tampoco podían vender sus inmuebles. Ante esta situación, los bancos que habían emitido créditos de corto plazo a los inversionistas en la forma de securities, garantizados con las hipotecas se tornaron poco dispuestos a refinanciar estos mutuos, provocando que todos los inversionistas vendieran sus securities al mismo tiempo.

A juicio de los memoristas, los casos mencionados en los párrafos anteriores revelan dos fallas fundamentales en las decisiones tomadas por los participantes del mercado de valores mobiliarios, a saber:

- 1) Asumieron que mediante la securitización de los créditos riesgosos aumentaba su valor, porque reducía el riesgo, pero, como se indicó anteriormente, esto es contrario al principio de la conservación del valor.

El flujo de caja agregado de los créditos hipotecarios no aumentaron con la securitización, de manera que no se creó valor y el riesgo inicial se mantuvo. La securitización sólo hizo que el riesgo cambiara de titular. Pero la complejidad de la cadena de securitización generó una compleja cadena de relaciones jurídicas en la que no era posible saber quién estaba haciéndose cargo de los riesgos de la operación, ni en qué operaciones se estaba tomando el riesgo. Ante este escenario, las cesaron de hacer negocios entre ellos.

- 2) Asumieron que el apalancamiento como método de financiamiento de inversión crea valor por sí mismo.

A juicio de los memoristas, la crisis financiera del 2007 permitió distinguir ciertos conflictos en la economía actual, como por ejemplo permitir que las personas adquirieran propiedades que no podían costear y el uso descontrolado de tarjetas de crédito.

3.3 La Creacion de Valor y la Responsabilidad Social.

Existe una discusión en la doctrina respecto a la importancia del valor de una empresa respecto de sus acciones, en relación con la creación de empleos y la responsabilidad social, como aristas que se deben tomar en cuenta para medir

su éxito. En la legislación de Estados Unidos y Gran Bretaña existe cierto consenso que la principal función de una empresa es maximizar el valor para sus accionistas.

En contraposición a la visión indicada en el párrafo anterior, existe la teoría del *stakeholder value*, en relación a las estructuras de Gobierno y formas de organización, que prevalece en Europa. En los Países Bajos y Alemania, por ejemplo, los directorios de las empresas deben tener como deber principal apoyar la continuidad del negocio resguardando los intereses de todos los interesados, incluyendo empleados y la comunidad local, no sólo accionistas⁸².

A juicio de los memoristas, la tendencia mayoritaria de las empresas es la orientación hacia la creación de valor en el largo plazo para los accionistas no implica necesariamente el detrimento de los derechos de terceros. De esta manera se pueden construir economías más sólidas, generando mayores y mejores fuentes de empleo y se aumentan los estándares de vida de las personas.

Las compañías que crean valor generan más fuentes de trabajo. Al comparar las distintas empresas de Estados Unidos y de Europa que mayor valor crearon para sus accionistas en los últimos 15 años, también muestran un alto crecimiento en la contratación de nuevos puestos de trabajo. Las compañías con los retornos más altos para sus accionistas también son las que aumentan en las tasas de contratación.

Una preocupación que se expresa habitualmente es de que las empresas se deben enfocar en las finanzas de corto plazo para crear valor para los accionistas. Ello no obsta a que existe una relación positiva entre el retorno de largo plazo para los accionistas e inversiones de en Investigación y desarrollo.

A juicio de los memoristas otro mito es que las empresas que crean valor tienden a ignorar sus responsabilidades sociales. Sin embargo, los estudios

⁸² Viene de <http://www.dw.de/wal-mart-se-despide-de-alemania/a-2112998> y <http://www.causabierto.com.uy/alemania-el-pais-que-no-tiene-wal-mart/>

demuestran lo contrario: la responsabilidad social como iniciativa, ayuda a crear valor para los accionistas. De esta manera, es posible afirmar que la responsabilidad social empresarial tiene su causa en una retribución para la empresa, aunque en la apariencia se manifieste una visión solidaria y filantrópica.

Toda la evidencia sugiere que los administradores sociales que se esfuerzan en generar valor en el largo plazo para los accionistas ven esos esfuerzos recompensados en el desempeño que tiene la compañía en el mercado de valores. Las compañías que generan un valor duradero en el tiempo para sus accionistas, tienen mayor capital financiero y humano para albergar comportamientos que tienen un impacto positivo para todos los involucrados.

3.4 ¿Cómo Se Determina?

El enfoque en los retornos sobre el capital invertido y en el crecimiento de los ingresos en el largo plazo es una de las principales funciones de los ejecutivos.

A título de ejemplo, una empresa que en 5 años genera ingresos por acción entre 11% y 16%, parece atractiva, hasta que se compara con otros indicadores de la creación de valor, como por ejemplo, ingresos de crecimiento, durante el mismo período, lo que habría aumentado dichos ingresos a una tasa de 2% anual.

Si bien la empresa había alcanzado un Profit Growth⁸³, esto lo había logrado mediante la reducción de los costos, pero en la medida que las oportunidades para reducir costos disminuían, redujeron ciertos ítem como los gastos de marketing y desarrollo de productos. Después de la caída de la Bolsa de Valores en el 2003, los administradores admitieron que habían “sub invertido” en el crecimiento a largo plazo y tuvieron que atravesar por un extendido período de reconstrucción.

⁸³ En términos económicos, los memoristas pueden traducirse como “incremento de las utilidades”.

Algunos analistas e inversionistas se inclinarán por los resultados de corto plazo. Sin embargo, a pesar de que una empresa se incline por el crecimiento a largo plazo, esta posición tiene la virtud de mantener a los administradores resguardando de manera atenta sus funciones, para equilibrar las ganancias de corto plazo con el aumento de valor a largo plazo. En otras palabras, para que los administradores sociales puedan aplicar los principios básicos de la creación de valor se requiere independencia.

Igualmente importante es que los directores desarrollen como política de trabajo la investigación y comprensión de la economía del negocio para juzgar si los administradores están realizando las funciones correctas y, por sobre todo, proteger a los administradores al momento de tomar una decisión para crear valor a largo plazo en detrimento de la obtención de beneficios de corto plazo.

Las empresas crean valor para sus dueños invirtiendo dinero para generar más dinero en futuro. La cantidad de valor creado es la diferencia que se produce de la inversión inicial y el ingreso de dinero (flujo de caja), ajustada por el hecho de que los flujos de caja valen menos en el futuro, debido a la inflación y el riesgo de los flujos futuros. El retorno sobre el capital invertido en una empresa y el incremento de los ingresos, determinan cómo los ingresos se convierten en flujos de caja. Por lo tanto, la creación de valor depende del Retorno sobre el capital invertido, del crecimiento de los ingresos y de la habilidad para sostener ambos en el tiempo.



A juicio de los memoristas, los argumentos anteriormente indicados permiten describir la forma de medir y administrar el valor, aunque en la actualidad se mantenga la concepción que el valor consiste en el incremento de las ganancias.

A título de ejemplo, es posible graficar que el valor no sólo consiste en el incremento de las ganancias, a partir de los casos de las compañías Walgreens⁸⁴ (una cadena de Farmacias Norteamérica) y Wm. Wrigley Jr.⁸⁵ (una empresa que confecciona caramelos). Estas compañías obtuvieron tasas de retornos para sus accionistas muy similares, durante el período que va de 1968 a 2007, a pesar que sus tasas de crecimiento eran distintas.

⁸⁴ https://ycharts.com/companies/WAG/return_on_invested_capital
<http://seekingalpha.com/article/395731-our-margin-of-safety-captures-risk-at-walgreen>

⁸⁵ <http://seekingalpha.com/article/41179-william-wrigley-jr-company-a-tough-stock-to-call>
http://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedStates/Local%20Assets/Documents/Consumer%20Business/US_CP_Return%20on%20Invested%20Capital_2009.pdf

El retorno anual para los accionistas de Walgreens durante el período 1968 - 2007 fue de un 16%, mientras que el de Wrigley fue de un 17%. La razón por la cual Wrigley pudo generar levemente más valor que Walgreens, a pesar de tener una tasa de crecimiento de 25% menor que la de Walgreens, fue porque durante ese período el retorno sobre el capital de Wrigley fue de 28% mientras que el de Walgreens fue de un 14%.

3.5 ¿Cómo se Relaciona el Crecimiento, el Retorno Sobre el Capital Invertido y los Flujos de Caja?

Como regla general, las compañías de alto retorno generan mayor valor de crecimiento, asumiendo que el retorno sobre el capital invertido se mantenga constante, mientras que las empresas con bajo retorno generan mayor valor producto del incremento en el retorno sobre el capital invertido. Las empresas de alto retorno pueden aumentar su valor, por ejemplo, en un 10% mediante un incremento en la tasa de crecimiento de un 1%. En comparación con el mismo ejemplo, una compañía de retorno medio, como lo son generalmente las empresas de retail, aumentarán su valor sólo en un 5% por el mismo aumento en el crecimiento de 1%.

Por otro lado, las empresas de retorno medio obtienen un aumento del 15% mediante un incremento del retorno sobre el capital invertido, mientras que las empresas de retornos altos obtienen solo un 6% de aumento por el mismo incremento en el retorno sobre el capital invertido.⁸⁶

Se concluye de lo anterior que las compañías con alto retorno deben enfocarse en el crecimiento, mientras que las compañías de bajo retorno debieran enfocarse en mejorar su retorno sobre el capital invertido, antes de crecer. Esto, asumiendo que aumentar un 1% en el crecimiento y un 1% en el retorno sobre el

⁸⁶ http://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedStates/Local%20Assets/Documents/Consumer%20Business/US_CP_Return%20on%20Invested%20Capital_2009.pdf

capital invertido, tienen la misma dificultad, manteniendo todas las demás variables constantes. Pero en la realidad los grados de dificultad variarán según empresa e industrias, como también lo serán los impactos en el crecimiento y en el retorno sobre el capital invertido, pero el análisis es esencial para que una empresa pueda establecer estrategias y prioridades.

3.6 El Crecimiento Como Elemento que Crea Valor

Hasta ahora hemos asumido que todo el crecimiento genera el mismo retorno sobre el capital, y por tanto, genera el mismo valor, pero eso no es del todo cierto. Los nuevos productos usualmente crean más valor para los accionistas, mientras que las adquisiciones generan el menor valor.

Las estrategias de crecimiento basadas en productos orgánicos nuevos, como los productos congelados, verduras, berries, usualmente tienen un retorno más alto porque no requieren de mucho capital nuevo; las empresas pueden adicionar productos nuevos a sus líneas de producción y distribución, más aun si los resultados preliminares no son prometedores se puede reducir o incluso cancelar la producción.

Las adquisiciones por otra parte, requieren que toda la inversión sea realizada por adelantado. El pago inicial refleja el flujo de caja esperado, del de la sociedad adquirida más un bono por mantener fuera a otros oferentes. Por tanto, aunque el comprador pueda mejorar lo suficiente la meta como para generar un retorno atractivo, el retorno por regla general será una pequeña cantidad sobre el costo del capital.

Es una constante en materia de emprendimientos comerciales que la mayoría de los nuevos productos fracasan antes de llegar al mercado y el costo de las ideas fallidas no se refleja en números. A contrario sensu, las adquisiciones usualmente traen consigo ingresos y flujos de caja que limitan el riesgo del adquirente sí se reflejan en términos numéricos.

Una segunda fuente de creación de valor en los productos de consumo corresponde a la adquisición de porcentajes o cuotas mayores de participación en

el mercado. Los competidores no estarán dispuestos a ceder su cuota del mercado sin competir, lo que, en términos económicos se refleja en una guerra de precios, donde todos los únicos beneficiados son los consumidores.

Tomar la decisión de expandir un mercado existente puede crear valor, porque usualmente conlleva a encontrar nuevos clientes a los que la empresa ya provee de servicios, por ello el incremento de los costos y el capital requerido para suplir a estos consumidores es bajo.

Como se mencionó anteriormente, la interacción del crecimiento y del retorno sobre el capital invertido son variables que deben considerarse. Empresas norteamericanas exitosas, con alto retorno son reticentes a invertir en crecimiento si esto reduce el Retorno sobre el capital invertido o también conocido como Profit Margen⁸⁷.

Lo mencionado en los párrafos anteriores se manifiesta en que empresas que generaron mayor creación de valor (medido por el retorno sobre el capital invertido) fueron aquellas que crecieron más rápido y mantuvieron un alto retorno sobre el capital. Las empresas que más valor crean, son aquellas que crecieron más rápido a pesar de experimentar una baja moderada en el retorno sobre el capital, crearon más valor que aquellas compañías que aumentaron su retorno sobre el capital pero crecieron lentamente.

También existen compañías con bajos retornos que persiguen crecimiento asumiendo que esto traerá una mejora en sus márgenes de ganancias y retorno. De esta forma, se aumentará el retorno al distribuir costos fijos en mayor cantidad de ingresos. Exceptuando las empresas pequeñas que están comenzando, o empresas con baja capacidad de utilización, un crecimiento acelerado no mejora el retorno sobre el capital de la compañía. Bajos retornos, generalmente es un indicador de una industria con pobre infraestructura, como, por ejemplo, las

⁸⁷ Profit Margen: es un índice de rentabilidad que se obtiene del ingreso neto dividido por los ingresos totales, o de las ganancias netas divididas por las ventas. Mide cuanto es lo que una empresa se queda en la practicada por cada dólar de venta.

aerolíneas. Hasta que no se solucione el problema del retorno sobre el capital no se debiera intentar crecer.

3.7 Bases para la conservación del valor

Los principios de la conservación del valor descansan en el trabajo de los ganadores de un premio Nobel, de los economistas financieros de fines de los '50s y principios de los '60s, Franco Modigliani y Merton Miller, quienes cuestionaron el hecho que si los administradores debían cambiar la estructura de capitales para aumentar los precios. En 1958, mostraron que el valor de una compañía no debiera verse afectado por cambios en la estructura de la deuda y la participación en el capital a menos que el total de los flujos de caja también cambiaran.

A título de ejemplo, una compañía que no tiene deuda y genera \$100 de flujo de caja cada año antes de pagar a los accionistas. La empresa está avaluada en \$1.000. Si una compañía tomare en préstamo \$200 y los paga a los accionistas. De acuerdo a lo referido acerca del principio de conservación de valor, la compañía vale \$1.000, con \$200 a sus acreedores y \$800 por los accionistas, porque su flujo de caja disponible para pagar a los accionistas y los acreedores se mantiene a \$100 por año.

Sin embargo, en ciertas legislaciones pedir préstamos cambia el flujo de caja porque los pagos de interés son deducibles de los impuestos. El total de impuestos a pagar por la empresa son más bajos y, por lo tanto, aumentan el flujo de caja disponible para pagar tanto a los accionistas como a los acreedores. Adicionalmente, tener deuda induce a los administradores a ser más diligentes y, en consecuencia, aumentar el flujo de caja.

Por otro lado, tener deuda podría tornar más complejo para los administradores obtener capital para aprovechar oportunidades de inversión, reduciendo, en consecuencia, el flujo de caja. Lo importante es la sustitución de deuda por participación en el capital: cobra importancia en la medida en que esta

sustitución cambie el flujo de caja, ya sea a través de reducción de impuestos, o si los cambios en la administración alteran el valor.

Relacionado con lo mencionado en los párrafos anteriores, los académicos de las finanzas crearon el concepto de mercados eficientes en 1960. A pesar de que el significado y validez de los mercados eficientes es un debate continuado, especialmente después de que estalló la Burbuja de Internet y la Burbuja Inmobiliaria en 2000, una implicancia de la teoría de los mercados eficientes prevalece: el mercado de valores es reactivo a las decisiones de las compañías relacionadas con la toma de acciones para incrementar reportes contables de ganancias sin incrementar los flujos de caja.

En relación a las normas contables que se aplican, cuando el Consejo Internacional de Normas de Contabilidad (IASB) hizo lo mismo en 2005, cambió los parámetros de contabilidad en los Estados Unidos. Varias empresas reportaron mayores ganancias, pero su valor subyacente no había cambiado, porque el cambio contable no afecta el flujo de caja. El principio de la conservación del valor permite visualizar qué variables se deben procurar para crear valor.

3.8 Las Expectativas

Los dos primeros principios de las finanzas corporativas, permiten apreciar qué crea valor en una empresa. El tercer principio, se relaciona con las expectativas del mercado, explica como el valor es reflejado en el retorno que se equiparan a las ganancias de los inversionistas.

El retorno sobre el capital invertido (ROIC) que una compañía gana no es igual a lo que los accionistas ganan. A título de ejemplo, una compañía puede invertir \$1.000 en una fábrica y ganar \$200 cada año. Los primeros inversionistas en la compañía pagan \$1000 por sus acciones, y si conservan sus acciones tendrán una rentabilidad del 20% anual (\$200 dividido en \$1000). Después de un año, los inversionistas deciden vender sus acciones y encontrar compradores que paguen \$2.000 por ellas. Debido al alto precio en comparación con el primer precio y, asumiendo que no suba más, estos nuevos compradores obtendrán una

rentabilidad de sólo 10% por año sobre su inversión (4.200 dividido por \$2.000), comparado a los accionistas originales quienes obtuvieron un 120% de retorno (ROIC de 20 % y un valor por acción de 100%).

A pesar que los accionistas, mirados en forma colectiva, tendrán el mismo retorno que la compañía (en un promedio en el tiempo), grupos individuales de accionistas obtendrán retornos diferentes, porque han pagado diferentes precios por las acciones basado en sus expectativas del desempeño futuro.

Si la sociedad sobrepasa las expectativas y, si el mercado considera que las mejoras son sostenibles, el precio de la acción sube, en esencia capitalizando el futuro valor de sus incrementadas mejoras. Esta situación acelera la velocidad de las expectativas: a medida de que su desempeño mejora, las expectativas se aceleran y la compañía tiene que ir más rápido sólo para mantener su nuevo valor por acción. A la inversa, una compañía con bajas expectativas en el comienzo de un período le puede resultar más fácil superar el desempeño en el mercado de valores, simplemente porque las expectativas bajas son más fáciles de superar.

Para los administradores en compañías con bajas expectativas resulta más fácil obtener altos retornos para los accionistas, al menos en el corto plazo. Pero en compañías cuyas expectativas respecto al retorno sobre el capital invertido son altas, incluso para buenos administradores puede ser extremadamente difícil romper continuamente con las altas expectativas del mercado accionario. Para las compañías con bajas expectativas, los administradores pueden crear retornos más altos para sus accionistas por medio de elevar las expectativas al nivel de sus pares.

El peligro para compañías que ya tienen altas expectativas es que, en su camino para alcanzar un retorno total para sus accionistas superior al promedio, puedan tomar decisiones erradas, como presionar por tasas de ingresos no realistas o perseguir adquisiciones mayores y más riesgosas. Esto se pudo observar ya en los albores de la sociedad anónima con la primera crisis económica derivada de la generación de valor, como se indicó en la introducción de la presente memoria. Pero también se pudo apreciar a finales de 1990 y

principios del 2000 en USA, en medio del boom de la industria eléctrica. Durante este período, la falta de regulación generó altas expectativas para las compañías generadoras de energía, quienes produjeron a los generadores de energía de sus regulados padres en valuaciones extremadamente altas.

Mirant, por ejemplo⁸⁸, fue sacada de Southern Co. En octubre de 2000 con una ganancia y deuda capitalizada combinada avaluada en \$18 billones (dieciocho mil millones) de dólares, un múltiplo de cerca de 30 veces EBITA (para una compañía generadora de energía). Para justificar este valor, Mirant se expandió agresivamente, como también lo hicieron otras compañías similares, invirtiendo en plantas generadoras en Bahamas, Brasil, Chile, reino Unido, Alemania, China y las Filipinas, como también en 14 estados diferentes de los Estados Unidos. La deuda de estas inversiones pronto se tornó demasiado grande como para ser manejada, y Mirant solicitó la quiebra en julio de 2003⁸⁹.

En expectativas encontramos la dinámica que existe detrás de la expresión que una buena compañía y una buena inversión pueden no ser lo mismo. En el corto plazo, las buenas compañías pueden no ser una buena inversión porque el desempeño futuro puede que ya esté incluido en el precio de acciones. Por otro lado, inversionistas astutos prefieren compañías con bajas expectativas, porque tienen un potencial más alto, al tener expectativas más fáciles de superar.

Conjunto con comprender el TRS⁹⁰, las compañías también pueden obtener una mejor visión examinando el desempeño que necesitan justificar para el actual precio de las acciones. ¿Cuáles son sus planes de desempeño y si se encuentran alineados con las expectativas del mercado? ¿Qué desempeño es el necesario para ajustarse o superar las expectativas construidas en torno al actual precio de las acciones?

⁸⁸ <http://www.ft.com/cms/s/0/aa6ccc48-6a70-11d9-858c-00000e2511c8.html#axzz2gaxNCSiv>

⁸⁹ <http://www.nytimes.com/2003/07/15/business/mirant-files-for-bankruptcy-protection.html> y <http://www.srr.com/article/mirant-corporation-bankruptcy-thorough-review-valuation-bankruptcy-court>

⁹⁰ Total Return to Shareholders

De acuerdo a los autores estudiados, la mayoría de las compañías tienen expectativas de desempeño ya incorporadas en el precio de sus acciones, los cuales se encuentran en línea con las expectativas de crecimiento de la industria. El futuro TRS para estas compañías se aproximara al costo de capital, ajustado para los efectos de cambios macro como las tasas de interés o para agregar el crecimiento económico.

Las expectativas hacen que sea poco sabio usar el TRS como una herramienta para medir el desempeño. Significa que muchos de los sistemas de compensación de los ejecutivos atados al TRS no recompensan a los administrativos por sus desempeños como administradores, porque la mayoría los TRS de corto plazo de las compañías está impulsado por los movimientos de la industria y los mercados más amplios. Muchos ejecutivos se hicieron ricos a través de las acciones en 1980 y 1990, cuando el precio de las acciones aumentó principalmente debido a la caída de las tasas de interés más que la labor de los ejecutivos. En consecuencia, muchas de las ganancias fueron arrasadas en la reciente crisis financiera. Estas ganancias y pérdidas se encontraban desconectadas de cualquier cosa que los ejecutivos hicieran o dejaran de hacer.

Además de enfocarse en el crecimiento y el retorno sobre el capital, los sistemas de compensación deben estar ligados al desempeño del TRS en relación a los pares, más que en un TRS absoluto. Eso eliminaría la mayoría del TRS que no es impulsado por desempeño específicos de las compañías.

¿Por qué no se ha adoptado esta fórmula simple por las compañías? Esto se puede rastrear a la influencia de las normas contables. Hasta 2004, las *stock options*⁹¹ no eran reconocidas como gastos en la declaración de impuestos mientras encajaran en ciertos criterios, uno de esos criterios era que el precio del ejercicio debía ser fijado. Cualquier análisis basado en un desempeño relativo se

⁹¹ Consiste en un método por el cual se incentiva a los directores a lograr metas de crecimiento, a cambio que, a título de premio, se les entregan acciones de la empresa.

reflejaría en la declaración de impuestos de la compañía, por lo que las compañías optaron por precio de acciones con valor nominal, las que llevaban a un mayor beneficio tributario.

Algunas pocas compañías se han cambiado a un sistema de precios de acciones basado en sistemas de compensación que van ligado a un desempeño relativo. A título de ejemplo, General Electric otorgó a su CEO un bono desempeño basado en el TRS de la compañía relativo a al TRS del índice S&P 500. Más compañías debieran seguir esta dirección.

Adicionalmente para calibrar los sistemas de compensación, los ejecutivos deben tornarse mucho más sofisticados en su interpretación del TRS, especialmente en el TRS de corto plazo. Sus ejecutivos y directivos comprenden peso que tienen las expectativas en el precio de sus acciones, en el precio de las acciones de sus competidores, pueden anticipar como puede sus acciones desempeñarse a medida que su accionar se hace conocido en el mercado.

A título de ejemplo, si en una empresa se toma la decisión de ejecutar una estrategia que creará valor significativo, pero el mercado ya espera y tiene la expectativa que será exitosa la estrategia, se torna complejo superar el desempeño en el TRS. El grupo de administradores y directivos deben saberlo, de manera que el directorio pueda apoyar las prioridades administrativas, aunque el precio por acción no este superando el desempeño.

3.9 El mejor dueño

El cuarto y último principio indica que el valor de un negocio depende de quién es el dueño o quien lo administre, porque dueños diferentes generarán diferentes flujos de caja para el mismo negocio. En la doctrina se conoce este principio como “**El Mejor Dueño**” ya que el valor es maximizado cuando el dominio le pertenece a quien quiera que pueda generar los mayores flujos de caja de éste. Un corolario de este principio, es no existe algo como valor inherente de un negocio; siempre depende de quien lo opera.

Las adquisiciones son un buen ejemplo del principio del mejor dueño. Poco tiempo después de General Mill comprara Pillsbury from Diageo en el 2001 por \$10.4 billions, General Mills aumentó el flujo de caja de Pillsbury por, al menos \$400 million al año, superando ralmente las ganancias operacionales de Pillsbury's de 70%.⁹²

El negocio principal de Diageo es el de las bebidas alcohólicas, mientras que el de Pillsbury y General Mill es la venta de comida envasada. Bajo el dominio de Diageo, las operaciones de Pillsbury eran llevadas completamente separadas del núcleo del negocio de Diageo, ya que contaba con pocas superposiciones de distribución y marketing de comida envasada. General Mills también era capaz de reducir los costos sustancialmente en la compra, manufacturación y distribución y aumentó los ingresos después de introducir los productos de Pillsbury en los colegios de los Estados Unidos donde General Mills un posicionamiento importante. También utilizó los camiones de frío de Pillsbury para distribuir su nueva línea de productos, comidas congeladas.

General Mills era un mejor dueño de Pillsbury que Diageo. En realidad, consideramos que no existe certeza sobre quién es el mejor dueño. Sí es posible saber es cuál es el mejor dueño de entre los competidores existentes. Podría ocurrir que una compañía distinta a General Mills podría haber generado incluso mayores flujos de caja como dueño de Pillsbury.

¿Es posible identificar el mejor dueño de un negocio en cualquier tiempo, industria o circunstancias? Es necesario examinar las fuentes de cómo el valor es agregado por sus potenciales dueños.

Algunos dueños agregan valor mediante Linkages con otras actividades de su cartera, como utilizando canales de ventas establecidos para alcanzar nuevos consumidores, o compartiendo la infraestructura de producción existente. Otros

⁹² <http://abcnews.go.com/Business/story?id=89651&page=1> ; http://news.minnesota.publicradio.org/features/200007/17_haega_gmills/ ; y <http://es.slideshare.net/dpark1/general-mills-acquisition-of-pillsbury-from-diageo>

agregan valor replicando habilidades operacionales distintivas (*know how*) o de marketing. Otros agregan valor proporcionando mejor gobernabilidad e incentivos para su equipo administrativos. Otra parte de la doctrina agrega valor a través de determinadas relaciones que sostienen con el gobierno, los reguladores o los clientes.

Desde luego en algunos casos, el mejor dueño tiene múltiples formas de agregar valor. La forma más directa en que los dueños agregan valor es a través de uniones con sus otros negocios que se encuentran en su cartera, especialmente cuando estas uniones son únicas para los padres de la compañía.

A título de ejemplo, si una empresa de servicios de asistencia se adjudicó una licitación con una compañía de seguros, para prestar servicios de asistencia en ruta, servicios de orientación médica, garantías extendidas, entre otras y no cuenta con la capacidad ni con los contratos con terceros para prestar estos servicios, porque terminaron. Luego, otra compañía cuenta con los contratos con terceros y con una red de servicios de asistencia para prestar dichos servicios. La segunda empresa sería una mejor prestadora, porque su costo para prestarlos son más bajos que los de cualquier otro. Es una oportunidad apropiada para asociarse en la prestación de los servicios y obtener retornos sobre el capital.

IBM por ejemplo ha adquirido grandes cantidades de compañías de software para explotar sus ventas mundiales. IBM era mejor dueño para esas compañías, porque IBM podía rápidamente vender esos productos a nivel mundial.

Los mejores dueños pueden tener habilidades distintivas y replicables, funcionales y administrativas en muchas áreas a lo largo del sistema de negocios, pero para hacer una diferencia esta habilidad debe ser clave para el éxito en la industria.

Dueños que tienen entendimiento de cómo funciona el mercado y la industria evolucionarán y pueden capitalizar de ese entendimiento, algunas veces pueden expandir el negocio o desarrollar nuevos como innovadores.

Los mejores dueños también pueden agregar valor a través de un mejor gobierno de la compañía, sin necesariamente tener que estar codo a codo con las operaciones diarias del negocio. Esto dice relación con la forma que los dueños de la compañía o sus representantes, interactúan con el equipo administrativo para lograr la máxima creación de valor en el largo plazo. A título de ejemplo, las mejores firmas no recapitalizan su activo con deuda; mejoran el desempeño de la compañía a través del gobierno.

El mejor dueño para un negocio es una circunstancia que cambia a través del tiempo. El mejor dueño podría ser una compañía más grande, un fondo de inversión privado, un fondo de gobierno, una familia o el negocio clientes empleados.

El mejor dueño significa que los ejecutivos deben continuamente buscar nuevas adquisidores de las cuales ellos podrían ser mejores dueños, también necesitan examinar las oportunidades para dejar de invertir en aquellos negocios en los que ya no son el mejor dueño.

Mantener el principio del mejor dueño también puede ayudar con la negociación de las adquisiciones porque mantiene a los ejecutivos enfocados en lo que la meta vale para su compañía, como también como para otros oferentes, y al vendedor

3.10 El mercado de valores

Un prerrequisito para administrar una compañía que se oferta en la bolsa es comprender cómo funciona el mercado accionario. De esta forma, los ejecutivos pueden tener más confianza en que sus decisiones generaran valor y que se verá reflejado en el precio de las acciones. Cuando los ejecutivos no comprenden cómo funciona el mercado de valores y cómo valora las compañías, sus decisiones pueden comprometer el valor de las empresas.

3.10.1 Un modelo de mercado

Se puede apreciar de manera recurrente en los medios de comunicación que se trata al mercado como una entidad independiente, que funciona por sí misma. Lo que conforma el mercado son las diferencias en las estrategias y puntos de vistas de los inversionistas, las que interactúan para fijar los precios así como también impulsan la volatilidad. Por tanto comprender a los inversionistas y sus estrategias es la mejor forma de comprender el mercado.

Diferentes estrategias desarrolladas por diferentes inversionistas pueden impulsar el comportamiento del mercado. A título de ejemplo, expondremos una versión simplificada del mercado, asumiremos que el mercado de valores tiene dos tipos de inversionistas (A y B) transando los valores de una compañía. El inversionista A se informa del desempeño de la compañía y desarrolla un punto de vista de cuánto valen las acciones. Algunos inversionistas A creen que las acciones vales \$40, otros \$50 y otros \$60.

Los inversionistas B, por otro lado, no han hecho investigación alguna y están más preocupados de los movimientos de corto plazo. Su estrategia es seguir la moda. Cuando las acciones suben, ellos compran, asumiendo que continuaran al alza. Cuando las acciones bajan, venden. Los inversionistas B, hacen dinero basado en la rapidez: cuando el precio de la acción cambia de dirección, ellos reversan su posición rápidamente así que sus pérdidas son pequeñas en relación a sus ganancias.

Asumamos que el valor por acción de la compañía es de \$30, cuando comienza a transarse, los inversionistas A comienzan a comprar acciones porque creen que estas debieran valer de \$40 a \$60. Los inversionistas B notan el alza de precio de la acción y comienzan a comprar también, acelerando aún más el alza de precio de la acción.

Más y más inversionistas tipo B comienzan a sumarse creando un momento pick en el alza. A medida que el precio sube, los inversionistas A comienzan a reducir sus compras gradualmente. A \$40 algunos inversionistas A dejan de comprar, los inversionistas B continúan comprando. Una vez que el precio se

acerca a los \$60, algunos inversionistas A, creen que las acciones están sobrevaloradas y comienzan a vender. Para cuando la acción sobrepasa los \$60, todos los inversionistas A dejan de comprar y muchos comienzan a vender. Esto hace que se desacelere, lo que hace algunos inversionistas B notan, y comienzan a vender también.

Eventualmente, la presión por vender es mayor que la presión por comprar y el precio por acción comienza a bajar. Se acelera la baja del precio, hasta que alcanza un valor lo suficientemente bajo como para que los Inversionistas A comiencen a comprar nuevamente, invirtiendo la caída.

El patrón continúa, con el precio de la acción oscilando dentro de rango establecido por los Inversionistas A. Existe una volatilidad natural del mercado incluso sin nueva información.

Supongamos que la compañía anuncia un nuevo producto que ningún inversionista había anticipado. Los inversionistas tipo A revisan sus estimados del valor de la compañía que ahora se encuentran alrededor de los \$60 a \$80. Comienzan a comprar produciendo que el valor por acción comience un nuevo ciclo de oscilación, pero bordeando un valor más alto.

Este modelo demuestra dos importantes aspectos del mercado. Primero, el precio por acción sube y baja aun sin información de la compañía. Segundo, los inversionistas A son los que impulsan el nivel en que se mueve el precio de la acción.

A pesar de en el modelo descrito hay solo dos clases de inversionistas, el mercado real es mucho más complejo, con muchos tipos de inversionistas y muchas estrategias de inversión. Los inversionistas del retail tienen 40% del total de mercado en los estados Unidos, pero rara vez son relevantes en cuanto a influenciar el precio por acción de una compañía porque no realizan muchos intercambios.

La forma tradicional de clasificar a los inversionistas, en inversionistas de valor o de crecimiento, no es de mucha ayuda a la hora de comprender cuales son

los que realmente importan. Mientras que los conceptos de crecimiento y valor se encuentran incrustados en el lenguaje de inversión, los términos nos llevan a conclusiones erradas.

De la palabra crecimiento, se podría concluir lógicamente que las acciones de crecimiento crecen más rápido de que las acciones de valor. Estadísticamente no hay diferencia en la distribución de los índices de crecimiento.

De hecho, el factor que distingue a las compañías de valor de las de crecimiento es el retorno sobre el capital. Para las compañías de valor, el retorno sobre el capital invertido es de 15, mientras que en las de crecimiento es de 35%. Por tanto las compañías clasificadas como de crecimiento, no crecían más rápido, pero si tenían un retorno sobre el capital más alto.

¿Cómo fue que estas clasificaciones engañosas aparecieron? Si retrocedemos a los principios del valor, recordaremos que por cualquier nivel de crecimiento, retornos sobre el capital más alto llevara un valor más alto, cosa que también es cierto cuando se expresa como rango de precio beneficio o valor libro del mercado. Para simplificar esto, los académicos tradicionalmente han asumido que el retorno sobre el capital era el mismo a través del tiempo y las compañías, y por eso diferencias en los múltiplos reflejaban diferencias en las expectativas de crecimiento, pero sabemos que eso no es cierto.

La falacia es perpetuada en el mundo de la inversión, por la forma en que los índices de crecimiento y valor de las acciones son construidos. La mayoría de los índices de crecimiento/valor, como lo es el S&P 500, utilizan rangos de valor libro (market-book ratios) para dividir entre las compañías de crecimiento y las de valor. High market-book es considerado una compañía de crecimiento, y un bajo precio libro es una compañía valor, aunque el crecimiento sea el único factor que impulsa el market-book ratios.

Por lo que solo tenemos un problema de nombres, y tal vez hubiera sido mejor llamar acciones que conocemos como acciones de crecimiento high market-book stocks y las acciones conocidas como acciones valor, low market-book stocks. Pero el nombre tiene consecuencias reales. Al menos es engañoso para

los inversionistas de fondos mutuos. También tiene efectos perniciosos en la toma de decisiones, alentando a los ejecutivos a enfocarse en el crecimiento y no en la inversión sobre el capital.

La clasificación crecimiento/valor, influencia a los ejecutivos a creer que si logran convencer a los inversionistas de crecimiento de comprar sus acciones, el precio por acción subirá

Cuando una compañía se mueve del índice de crecimiento al de valor. Los inversionistas de valor venden sus acciones después de la baja en el precio por acción, y no antes.

Una forma más útil de categorizar y entender a los inversionistas es clasificarlos por sus estrategias de inversión. Desarrollan una visión desde el valor de la compañía, o miran las variaciones en el precio a corto plazo? Realizan una investigación exhaustiva o solo hacen algunas apuestas grandes, o hacen muchas apuestas pequeñas? Construyen sus carteras desde el final del índice, o lo hacen en espejo al índice.

Utilizando esta visión podemos clasificar a los inversionistas en 4 tipos: inversionistas intrínsecos, comerciantes, inversionistas mecánicos y los ceñidos a los índices. Estos grupos difieren en sus objetivos al momento de invertir y como construyen sus carteras. Como resultado, las carteras varían en un gran número de importantes dimensiones, que incluyen: la tasa de rotación, número de acciones de las cuales son tenedores y numero de posiciones sostenidas por inversión profesional.

4 GESTIONES DE LA ADMINISTRACIÓN DE UNA SOCIEDAD EN RELACIÓN A SI CREAN, MANTIENEN O MERMAN EL VALOR

4.1 Políticas de riesgo

La crisis económica del 2007 alertó a muchos ejecutivos y administradores de los vacíos en la comprensión y administración del riesgo. Muchos tomaron medidas para mejorar el manejo del riesgo, algunas de estas medidas resultaran beneficiosas y otras simplemente fueron hechas para apaciguar al directorio.

El riesgo puede clasificarse en tres categorías:

- 1) Riesgo interno, que corresponde al riesgo natural de los negocios y que se espera que una empresa controle. Esto incluye factores como empleados, clientes, seguridad, medio ambiente, etc.
- 2) Riesgos naturales, caso fortuito, situaciones como terremotos, huracanes u otras inclemencias relativas a desastres naturales.
- 3) Riesgos económicos externos, como periodos de recesión, inflación, tasas de interés, cambios en los precios de los commodity, cambios en las preferencias de los consumidores, cambios en la tecnología, acciones de los competidores, etc.

Los riesgos internos y los naturales, suelen ser unidireccionales, riesgos que pueden resultar catastróficos pero ocurren de manera infrecuente. Las empresas solo tienen que decidir cuánto quieren invertir en la prevención de esos riesgos.

Los riesgos económicos externos en cambios, usualmente son bidireccionales, y las decisiones de cómo enfrentarlos son complejas, y la reducción de estos riesgos puede no ser viable a un costo razonable.

Enfrentados al riesgo la visión de los ejecutivos, la de los accionistas y la de los directores puede ser muy diferente. Los accionistas invierten solo una porción de su cartera en una empresa, de manera tal que es probable que prefieran que las empresas inviertan donde existe alto potencial de rentabilidad, aunque las posibilidades de éxito sean bajas. Los ejecutivos tenderán a rechazar este tipo de

inversiones, porque sus consecuencias podrían afectar su imagen ante el mercado. El directorio podría estar de acuerdo en tomar la decisión de invertir en situaciones de riesgo, pero buscando limitar sus riesgos, debido a su interés final, que es el interés superior de la sociedad.

La cantidad de riesgo es un cociente de incertidumbre respecto de los futuros flujos de caja de una empresa. El precio del riesgo es la tasa que los inversionistas utilizan cuando avalúan el riesgo de los flujos de caja de una empresa (costo de capital, la tasa de descuento o el retorno sobre el capital esperado por los inversionistas). Lo que no es intuitivo es que el precio del riesgo usualmente no está relacionado con la cantidad de riesgo; la diversificación de los inversionistas rompe el vínculo entre la cantidad de riesgo y el precio del riesgo.

Si la diversificación reduce el riesgo para los inversionistas y diversificar las inversiones no tiene costo para los inversionistas, los inversionistas no demandarán retorno por cualquier riesgo que ellos tomen que pueda ser fácilmente eliminado mediante la diversificación.

Los riesgos que no pueden diversificar son los que atañen a todas las compañías, como por ejemplo los ciclos económicos. Sin embargo, como la mayoría de los riesgos pueden ser diversificados, la mayoría de estos no afecta el costo de capital de una empresa.

No todos los riesgos deben ser minimizados, ya que hay ciertos riesgos que una empresa debe tomar, ya que es lo más beneficioso para los inversionistas.

La decisión acerca de que riesgos aceptar y cuales minimizar es altamente situacional y específica, incluso entre empresas que compiten en una misma industria.

Para determinar cuánto riesgo debe asumir una empresa, se analizará un ejemplo: Si una empresa que invierte \$20, y si todo sale de acuerdo a lo esperado obtendrá ganancias de \$10 anuales. Si el negocio no resulta como se esperaba o si el retorno demora más de lo planificado, no se obtendrán ganancias, sino que

además perderá lo \$20 invertidos. Esta situación de todo o nada no es poco habitual en el mundo de los negocios.

Los administradores pueden evaluar una serie de escenarios en que se producen ambos resultados y decidir mitigar los riesgos o concluir que pueden absorber las pérdidas. De esa manera tomar las decisiones respecto de la minimización de los riesgos.

¿Pero qué ocurre cuando el escenario puede resultar en la quiebra de la empresa? Cuando el fracaso de un determinado proyecto no solo implica perder la inversión en ese proyecto en particular sino que además acarrea la quiebra, la empresa no tiene la capacidad para absorber la deuda producida por el fracaso de un proyecto, sumada a las deudas ya existentes. En esta situación es posible afirmar que no debieran tomarse riesgos que terminar por acarrear la pérdida de todos los activos del grupo o empresa.

4.2 Fusiones y adquisiciones

Las adquisiciones sólo crean valor cuando el flujo de caja combinado de ambas compañías aumenta debido a una aceleración de incrementos en los ingresos, reducción de costos, o mejor utilización de costos fijos y capital de trabajo.

Cuando Johnson & Johnson compró Pfizer por 16 mil millones de dólares en 2006⁹³, anunció que la fusión reduciría los costos en 600 millones de dólares por año. Este ahorro aumentó las ganancias operacionales en un 30%, equivalentes a pasar de 5 mil millones de dólares a 6 mil millones de dólares al valor actual. Tomando estos números, la adquisición, tomando en cuenta sólo los ahorros en costos recuperó un tercio del valor de la adquisición, convirtiéndolo en una clara creación de valor.

⁹³ <http://finance.mapsofworld.com/merger-acquisition/pharmaceutical/johnson-johnson.html>

Otro ejemplo de creación de valor, basado en la aceleración de las ganancias, también viene de Johnson & Johnson (J&J), cuando adquirió Neutrogena (productos de cuidados para la piel) en 1994 por 924 millones de dólares⁹⁴. Con el desarrollo de nuevos productos y el aumento de la presencia de la marca fuera de los Estados Unidos J&J fue capaz de aumentar las ventas de Neutrogena de 281 millones de dólares a 778 millones de dólares para el 2002.

El elemento común en ambas adquisiciones fue una mejora radical, y no cambios marginales.

Posterior a la adquisición, las dos compañías son iguales a como estaban antes de la fusión, con las mismas expectativas sobre el flujo de caja, los accionistas originales de ambas compañías aún son dueños de las acciones de las empresas combinadas. Por lo tanto, la empresa fusionada debiera valer más, Hay ejecutivos y profesionales financieros que agregan valor a la transacción. A título de ejemplo, si la empresa A tiene una expectativa de ganancia de \$5 el próximo año, por lo su P/E ratio⁹⁵ es de 20. La empresa B tiene la expectativa de \$3 el próximo año, por lo que su P/E es de 16.7. Cuanto será el P/E ratio de AB? El valor de AB debiera ser de \$150. Sus ganancias serán de \$8, por lo que su P/E ratio será de 18.8, un promedio entre el P/E de A y de B.

Pero aquí es donde ocurre la magia. Algunos creen que una vez que A compre B, el mercado de valores aplicara el P/E de A de 20, a las ganancias B. en otras palabras, la ganancias de B valen más una vez que A la adquiera. Mediante esta forma de razonar, el valor de ABA sería de \$160, un aumento de \$10 en el valor combinado.

⁹⁴ <http://www.investor.jnj.com/secfiling.cfm?filingID=950110-94-331>

⁹⁵ El P/E ratio de una acción es la relación que existe entre el precio de mercado y las ganancias por acción. por tanto indica el valor de la acción expresado en número de veces de sus beneficios. El P/E ratio, que es denominado igualmente como PER, mide la relación entre el precio actual de la acción, con respecto a las ganancias de un ejercicio. <http://bolsaes.blogspot.com/2010/09/pe-ratio-price-earnings-ratio-pe.html>

Incluso existe una terminología para esto, en estados Unidos le dicen *multiple expansion* (expansión múltiple) y en gran Bretaña *rerating*. Los múltiplos de las ganancias de B se expanden a los niveles de A, porque el mercado no reconoce que tal vez las nuevas ganancias adicionadas no son lo suficientemente valiosas. Esto debe ser así por las ganancias de B ahora se mezclarán con las de A, el mercado no será capaz de diferenciarlas.

Por supuesto que una ilusión como esta no debe ser lógica o simetría. Otra versión de la idea de expansión múltiple, funciona de manera opuesta, supongamos que B compra A. algunos argumentan que al estar adquiriendo una empresa de P/E más bajo, una empresa con P/E más alto, debe ser porque está llegando a índices más altos de crecimiento. Más crecimiento generalmente es bueno, así que otra teoría postula que B está acelerando su crecimiento y por tanto su P/E va a crecer.

Si la expansión múltiple y otras falacias similares fueran ciertas, todas las adquisiciones crearían valor, porque el P/E de la empresa con P/E más bajo, se elevaría hasta alcanzar al de la empresa con P/E más alto, sin importar si se trata del comprador o del vendedor. A pesar de que un concepto como la expansión múltiple puede parecer atractivo, no se crea valor simplemente porque una empresa con un P/E bajo se fusiona con una de un P/E alto.

Te debes estar diciendo a ti mismo, ¿porque discutimos fantasías tan obvias? ¿Acaso no sabe cada líder corporativo esto? La respuesta es que las empresas usualmente justifican adquisiciones con esta misma lógica, la crean o no, aunque no existan los números que soporten esta idea. Nuestro lema es el siguiente, si no puedes señalar con certeza la fuente del aumento de caja, el mercado de valores no será engañado.

Las adquisiciones constituyen una fuente crecimiento que permite generar valor a las empresas. Las adquisiciones que ponen a las empresas en manos del mejor dueño o reducen sustancialmente capacidades excesivas, crean valor tanto para la economía como para los inversionistas.

A pesar de esto, estadísticamente, las adquisiciones no crean valor para los accionistas adquirente, pero esto es irrelevante para el ejecutivo cuando intenta decidir si perseguir o no una adquisición. El desafío se encuentra en que su operación sea de aquellas minoritarias, que crean valor para los accionistas.

El valor creado para los accionistas de la entidad adquirente es igual a la diferencia entre el valor recibido por el adquirido y el precio pagado por el comprador. El valor recibido por el adquirido es igual al valor intrínseco de la empresa adquirida, en forma independiente y considerando la actual administración, más el valor presente de cualquier mejora en el desempeño que será alcanzada con la adquisición. El precio que se paga es el valor de mercado de la empresa adquirida más un premio que convenga a los adquiridos de vender.

La cuestión de si las adquisiciones crean valor ha sido estudiada por académicos y otros investigadores durante décadas. No es sorprendente que los investigadores hayan demostrado que las Adquisiciones colectivamente crean valor para los accionistas, tanto de la entidad adquirente y la empresa adquirida.⁹⁶

Sin embargo, las adquisiciones no crean demasiado valor, si es que lo crean del todo. No obstante lo anterior, es posible mencionar ciertos criterios que de estar presentes al momento de evaluar una adquisición, podrían concluir una creación de valor para los accionistas:

- 1) Que se mejore el desempeño de la empresa adquirida.
- 2) Consolidación para eliminar el exceso de capacidad de la industria.
- 3) Que se acelere el acceso al mercado para los productos de la empresa adquirida.
- 4) Que se adquieran habilidades o tecnologías más rápido, o a menor costo para el desarrollo de la empresa adquirida.

⁹⁶ WHITAKER, Scott C. "Mergers & Acquisitions Integration Handbook: Helping Companies Realize The Full Value of Acquisitions" (Wiley Finance) [Kindle Edition]

Mejorar el desempeño de la empresa adquirida es una de las fuentes más comunes de la creación de valor. Comprar una empresa y reducir sus costos de producción en forma radical, para así mejorar los márgenes y aumentar el flujo de caja, en algunos casos el adquirente también puede avanzar hacia acelerar el crecimiento de los ingresos.

A medida que las industrias maduran generalmente se desarrolla un exceso de capacidad. A título de ejemplo, en la industria farmacéutica, las empresas constantemente buscan formas para obtener mayor producción de sus plantas mientras que nuevos competidores continuamente ingresan al mercado.⁹⁷

La combinación de aumento en la capacidad de producción de las empresas existentes y la entrada de nuevas empresas, genera más producción que demanda.

Reducir el exceso de capacidad de la industria no está limitado a cerrar fábricas: también se utiliza para extender la capacidad. A título de ejemplo, en la consolidación en la industria farmacéutica, reduce la fuerza de venta debido a que la cartera de productos de las empresas fusionadas cambian y también lo hace la interacción con los médicos. También se reduce su capacidad en investigación y desarrollo encontrando formas más productivas de investigación, purgando así su cartera de proyectos en desarrollo.

Empresas que inician negocios en los mercados con productos innovadores suelen presentar dificultades para acceder al mercado y alcanzar todo su potencial. Una fusión puede resultar aumentar la capacidad para lanzar productos al mercado a gran escala, así como también alcanzar a más consumidores, acelerando las ventas de los productos de la empresa pequeña.

La combinación de las empresas puede ampliar el mercado, acelerando el crecimiento. Por ejemplo, una de las empresas tiene fuertes ventas en los

⁹⁷ <http://finance.mapsofworld.com/merger-acquisition/pharmaceutical/>

mercados emergentes, mientras que la otra tiene una fuerte posición en los mercados consolidados.

4.3 Estructura de capitales

La decisión respecto de la estructura de capitales, incluida aquellas relativas a los dividendos y recompra de acciones, son importantes, no sólo porque al tomar las decisiones correctas se crea valor, sino porque tomar las decisiones incorrectas destruye valor.

El objetivo de la estructura de capitales en una empresa es asegurarse que existirán los suficientes flujos de caja para alcanzar los objetivos estratégicos o, si existen posibilidades de que los flujos de cajas se tornen insuficientes durante el camino. Si una empresa no tiene el suficiente capital, pasará de las oportunidades o lo que es peor entrara en una crisis financiera que pudiera implicar la quiebra de esta. Tener exceso de capital siempre se puede solucionar incrementando la distribución a los accionistas.

La estructura de capitales se puede simplificar en tres temas:

- 1) La proporción correcta entre deuda y activos.
- 2) Cuando una empresa debe tomar decisiones relacionadas con formas más complejas.
- 3) Qué combinación de dividendos o recompra deberá utilizar una sociedad para devolver dineros a sus accionistas.

4.3.1 Políticas de Endeudamiento

Decidir acerca de la cantidad de activos y deuda es una decisión que permite mantener valor en una empresa. Los activos proveen mayor flexibilidad para que los administradores puedan sondear los imprevistos y buscar nuevas oportunidades de negocio. Luego, la deuda puede proveer ciertos beneficios tributarios.

A juicio de los memoristas, es importante distinguir los efectos reales relativos al valor respecto de la deuda y sus impactos en la distribución de

retornos y riesgo en los diferentes tipos de inversionistas. La deuda amplifica los retornos para los inversionistas⁹⁸. Pero mayores retornos significan mayor riesgo.

Es posible que los accionistas estén dispuestos a tomar riesgos más altos y así obtener retornos más altos, pero eso no crea valor por sí mismo. Sin la deuda toda la creación de valor o la destrucción de este se acumula para los accionistas, con deuda se reparte entre los accionistas y los prestamistas, pero los prestamistas tienen prioridad a cambio de retornos fijos.

Considerar crear deuda puede mantener a una empresa funcionando o llevarla a la quiebra, dependiendo de los efectos de esta en los flujos de caja.

La deuda aumenta los flujos de cajas reduciendo impuestos, en muchos países los intereses que se pagan por concepto de deuda son deducibles de impuestos, mientras que los pagos que se hacen los accionistas no lo son. De hecho, los dividendos y retiros de utilidades de las sociedades tienen una doble tributación, por un lado desde los contribuyentes de primera categoría (las Empresas) y luego se grava a nivel de accionista persona natural vía global complementario.

La deuda también puede aumentar el flujo de efectivo de una empresa mediante la imposición de disciplina en su gestión. Una empresa debe cumplir con intereses regulares y de los pagos principales, por lo que tiene menos exceso de flujo de efectivo para perseguir inversiones o adquisiciones que no crean valor. Este argumento tiene un problema: una empresa tiene que emplear grandes cantidades de deuda para obtener esta disciplina y, por lo tanto, dicha deuda sólo es útil para compañías con flujos de caja predecibles, estables y oportunidades de inversión limitados.

⁹⁸ Si yo tengo 100 para comprar un inmueble en efectivo. Puedo utilizar esos 100 para comprar un inmueble, y obtener renta de ese inmueble, invierto todo el capital por adelantado y pero el retorno se hará en forma periódica en el tiempo. Si yo tomo los 100 y los uso como pie para varios inmuebles, costo de capital será el mismo, pero obtendré rentas por todos los inmuebles que adquiera, lo que reportará ingresos más altos. El costo al pedir crédito se ira prorrateando mes a mes, y el riesgo lo traspaso al banco que me presto el dinero.

La deuda reduce el valor de una empresa de dos formas: por un lado reduce la flexibilidad para enfrentar los imprevistos o para participar en inversiones atractivas. Luego, grandes cantidades de deuda puede hacer que una empresa sea menos atractiva al momento de hacer negocios, ya sea a nivel de clientes o proveedores como también la hace menos atractiva como empleador.

Tener una estructura de capitales fuerte puede hacer la diferencia en ciertas industrias. En las industrias cíclicas, en las industrias que necesitan capital intensivo, como los commodities, químicos y papel, el invertir usualmente es seguido de ganancias. Las empresas invierten en más capacidad de manufacturación cuando tienen dinero. El patrón en este tipo de industria es que todos los competidores invierten al mismo tiempo, generando un exceso de capacidad productiva en el mercado, y una consecuente presión en los precios cuando todas las plantas comienzan a funcionar simultáneamente. Durante el transcurso del ciclo, una empresa puede generar ingresos muchos más altos que su competidores si desarrollan una estrategia contraria al ciclo y mantienen menos deuda que la considerada óptima. De esta forma, sería capaz de realizar inversiones durante los puntos bajos del ciclo, mientras sus competidores no estarían en condiciones de invertir.⁹⁹

4.3.2 Ingeniería Financiera

Para efectos de la presente memoria, se definirá ingeniería financiera como el uso de instrumentos o estructuras financieras, distintas a la deuda y activos, para manejar el capital de una empresa en cuanto a su perfil estructural y de riesgo.

99

http://www.invertirenbolsa.info/estrategias_inversion/estrategias_inversion_invertir_empresas_ciclicas.htm

La ingeniera financiera puede incluir el uso de derivados, estructuración de deuda, securitizaciones y financiamiento fuera del balance. Mientras que algunas de estas actividades pueden generar valor real, en otras no lo hace. La motivación para incurrir en estas conductas financieras, es de corto plazo, con un impacto que no se refleja en la realidad.

A título de ejemplo, la mayoría de las compañías hoteleras no son dueñas de los hoteles que operan. Al contrario, los hoteles en sí mismo son de dominio de otras compañías, usualmente estructuradas como asociados o fondos de inversión inmobiliarios. Al contrario de las compañías, los asociados y los fondos de inversión inmobiliarios no pagan impuestos en Estados Unidos, los cuales son pagados por sus dueños.

En consecuencia, un nivel completo de impuestos es eliminado al situar los hoteles en asociados o fondos de inversión inmobiliaria en Estados Unidos. Con el dominio del hotel y la operación del mismo separados de esta forma, el total de impuestos pagados es menor. Por lo tanto los inversionistas en el dominio y las empresas que los operan obtienen mayores beneficios como un grupo, porque su flujo de caja es mayor. Este es un ejemplo en que la ingeniería financiera crea valor real mediante el aumento en el flujo de caja.

Por otro lado, considerando las obligaciones de deudas garantizadas que contribuyeron a la crisis financiera de 2007-2009, es un ejemplo de ingeniería financiera cuestionable. Las obligaciones de deudas garantizadas funcionan de la siguiente manera. El auspiciador de una obligación de deuda garantizada (usualmente un banco) crea una nueva entidad legal llamada vehículo de propósito específico (SPV) que compra los créditos. Estos créditos pueden ser corporativos, hipotecarios o incluso obligaciones de deudas garantizadas. La nueva entidad emite una deuda securizada que será pagada por el flujo de caja de los préstamos que se encuentran en la cartera de SPV.

Los dueños de casa pagan un interés y abonos al capital a sus acreedores hipotecarios, que lo envían a su SPV que ha emitido la obligaciones hipotecarias garantizadas. La entidad paga el interés y el capital abonado a sus inversionistas,

los que pueden incluir entidades de obligaciones de deuda garantizadas, las que en su momento pagaran capital e intereses a varios inversionistas de obligaciones de deuda garantizada.

El flujo de caja total recibido por los inversionistas no puede ser mayor del que recibirían si fueran dueños directos de los créditos y securizaciones. Dadas las comisiones y costos transaccionales, el flujo de caja total de los sostenedores de obligaciones de deuda garantizadas es más bajo que el flujo de caja que subyace en los créditos originales.

El beneficio de las obligaciones de deuda garantizadas es que permite a los bancos remover ítems de su hoja de balance, vendiéndolos a inversionistas (a través de obligaciones de deuda garantizadas), liberando capital que el banco puede utilizar para realizar más créditos. Hacer más créditos con sus comisiones de transacción asociadas aumenta el flujo de caja del banco.

Las obligaciones de deuda garantizada funcionaron por mucho tiempo, haciendo exactamente lo que se suponían hacían. Los primeros paquetes de obligaciones de deuda garantizada estaban conformados principalmente por créditos hipotecarios que permitían que los bancos generaran créditos y después sacarlos de sus libros para así poder generar más créditos. Pero los paquetes generados en el 2005 y 2006 eran diferentes y fundamentalmente defectuosos.

Al contrario de los primeros paquetes de deudas garantizadas, estos nuevos paquetes eran tan complejos y poco transparentes que aun los más sofisticados inversionistas y bancos no podían evaluar sus riesgos, así que confiaban en empresas evaluadoras de riesgo para estos efectos. El problema era que estas empresas ganaban grandes comisiones de los bancos por asignar un ranking a estos paquetes, y no querían que los bancos llevaran su negocio a otro lado.

Sin dinero propio en riesgo estas empresas calificadoras de riesgo, le daban calidad de AAA o AA, las menos riesgosas. En el proceso, paquetes de créditos subprime riesgosos eran calificados como securities AAA, cosa que

violaba el principio de conservación del valor. El riesgo y flujo de caja no habían cambiado, por tanto el riesgo total del paquete no se había reducido.¹⁰⁰

Cuando los deudores hipotecarios con hipotecas subprime comenzaron a atrasarse con sus pagos en el 2006, los precios de las propiedades cayeron. Los inversionistas se dieron cuenta que los paquetes eran más riesgosos de lo que pensaban, por lo que se apuraron en venderlos. A su vez estos paquetes se tornaron invendibles, pero los inversionistas y bancos que poseían estos securities usualmente los habían financiado con deudas de corto plazo, que debía ser renovada cada mes o cuarto de mes y en algunos casos renovaciones diarias.

Viendo que el valor de sus garantías había bajado, los acreedores no refinanciaban la deuda de corto plazo a medida que esta vencía. Los bancos e inversionistas tenedores de obligaciones de deuda garantizada no tuvieron más alternativa que vender los bienes que la garantizaban a precios muy bajos, quebrar o pedir rescate del gobierno.

Los bancos fueron hallados con tres tipos de inventario riesgoso:

- 1) Los préstamos que aún no habían sido capaces de poner en carteras y securizadas.
- 2) Usualmente eran dueños de los paquetes más riesgosos porque no habían sido capaces de venderlos cuando crearon las carteras que los contenían.
- 3) Frecuentemente adquirían paquetes de larga plazo, porque creían que podían obtener ganancias comprándolos y financiándolos con endeudamiento barato de corto plazo.

Otro beneficio indirecto propuesto era que los paquetes creaban oportunidades de inversión adicional para inversionistas. En lo que se basaban era que los inversionistas preferían estos paquetes porque tenían retornos más altos

¹⁰⁰ <http://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-972.html>

que securities similares. El rendimiento de un paquete de obligaciones garantizadas calificado como AA era mayor que un bono corporativo también calificado como AA.

En lo referido a la estructura financiera, para las empresas lo más aconsejable es mantener un sistema simple, normalmente reflejado en un sistema de activo versus deuda y no emplear sistemas complejos como la convertibilidad o deuda no expresa en los balances.

Los instrumentos financieros complejos o las estructuras complejas, raramente crean valor, sin embargo los ejecutivos y administradores deben saber cuándo el uso de estas figuras no crearán valor y cuando pueden ser beneficiosas para sus empresas.

Un ejemplo donde las estructuras financieras generan valor, se puede apreciar en las compañías hoteleras en Estados Unidos, donde la separación del bien raíz de la administración, aumenta los flujos de caja, basado en un beneficio tributario. En otras situaciones esta separación no generará mayor valor porque se producen conflictos de interés entre las sociedades involucradas. Por ejemplo, si una empresa de retail, dividiera su sociedad, adjudicándole a una el bien raíz que sirve de base para las operaciones comerciales y otra se adjudicara la administración de tienda, es decir, una tendría giro inmobiliario y la otra de comercialización y venta de productos, de manera tal que la comercializadora le paga una renta a la inmobiliaria, la comercializadora buscaría de manera constante bajar la suma equivalente a la renta, mientras que la inmobiliaria perseguiría aumentar la renta, produciéndose continuamente un conflicto de interés que por un lado aumenta los costos y por otro reduce los ingresos, reduciéndose para ambas el flujo de caja, y generando en consecuencia menor valor para los accionistas.

Las deudas convertibles en dinero, es otro ejemplo de ingeniería financiera. La deuda puede ser convertida en activo a un precio fijo por los acreedores. A propósito de esta conversión, es que los acreedores aceptaran una tasa de interés más baja por esa deuda.

Los beneficios para una empresa es bajar intereses más bajos que con créditos normales y de ser convertidos, la empresa recibe un premio equivalente al precio de mercado al tiempo en que se emitió la deuda. El beneficio para los inversionistas es que si el precio de las acciones baja, aún tiene el valor de la deuda, que al menos que se produzcan severas anomalías, no bajará demasiado, pero si el precio de las acciones sube, los inversionistas tienen la oportunidad de ganar, comprando acciones a un precio menor que el de mercado. Estos bonos convertibles son una situación en que se gana. Inversionistas y las empresas están en mejor situación a que si contrataran deuda directa.

No obstante lo anterior, lo que sucede con la deuda convertible es lo siguiente: si el precio por acción sube, el acreedor convertirá esa deuda en activo a un precio menor que el de mercado al tiempo de la conversión. Si el precio por acción no sube, los inversionistas no convertirán, y exigirán el pago de la deuda completa.

La deuda convertible puede tener más sentido en un escenario donde los inversionistas o prestamistas difieren con los administradores respecto a la evaluación de los riesgos, en términos tales, que esa discrepancia torna más complejo obtener créditos.

Es necesario mencionar también las deudas llevadas en contabilidad fuera del balance, que generalmente proviene de, securitización de activos, o financiamiento de proyectos. A título de ejemplo, si una empresa es dueña de inmueble que sirve de base para sus operaciones y que lo vende a un tercero, que a su vez le arrienda el inmueble a la empresa (un leaseback). Si el arriendo cumple con ciertos criterios, la empresa puede tratar la transacción como una venta a un arrendatario, removiendo tanto el inmueble como la deuda del balance. Pero la empresa debe considerar que ya no es dueña del inmueble y cuando el arrendamiento termine debe renegociar en tasas de mercado.

Adicionalmente la compañía debe informar del arriendo tanto a sus inversionistas como a las agencias que evalúan los créditos. Inversionistas

sofisticados y las agencias tratan estas obligaciones como deuda y la adicionan al balance cuando evalúan a las empresas.

4.3.3 Políticas de reparto de Dividendos

La mayoría de las empresas concluyen que generan mayores flujos de cajas mediante la reinversión con tasas atractivas de retorno sobre el capital. Debido a la creación de dinero no utilizado en el balance de situación no tiene sentido, estas empresas tienen que devolver dinero efectivo a sus accionistas.

En la doctrina se considera que restituir dinero a los accionistas implica una mala administración, debido a que no se encontraron suficientes inversiones que crearan valor. Pero se llega a un punto en que encontrar nuevos negocios generadores de valor en una industria determinada no es posible y de encontrarlos tendrían que tener un retorno que recompensara a tasas equivalentes. Es por eso que algunas empresas han tomado como política el retornar efectivo a sus accionistas de manera regular, utilizando la recompra de acciones, para así pagar la diferencia que se produce entre el total de los retornos y los dividendos. Aunque estas sociedades no tienen por escrito estas políticas se pueden deducir mediante sus actuaciones en los últimos años.

Existen tres formas de devolver capital a los accionistas que encontramos el artículo 80 de la Ley de Sociedades Anónimas: 1) dividendos mínimos obligatorios, 2) dividendos adicionales, 3) emisión de acciones propias liberadas de pago.

La recompra de acciones o compra de acción de emisión propia, se ha tornado una forma recurrente en que las empresas utilizan para devolver dinero en efectivo a sus inversionistas. Hasta principios de los ´80s, más de un 90% del total de distribuciones realizadas por las grandes compañías americanas a los accionistas eran dividendos y menos del 10% se debía a recompra de acciones.

Sin embargo, desde 1998, alrededor de un 50 a un 60% del total de las distribuciones han sido recompra de acciones.¹⁰¹

Para determinar si la recompra de acciones crea o no valor, es necesario considerar la fuente del activo utilizado en la recompra de acciones. A título de ejemplo, si la empresa pide un préstamo de \$100 para recomprar el 10% de sus acciones. Por cada \$100 de acciones recompradas, la compañía pagará, 6 % de interés en su nueva deuda. Después del impuesto de 35%, su total de ganancias se habrá reducido en \$3,90 ($100 \times 0.06 \times 1 - \text{la tasa de impuesto}$). Sin embargo, el número de acciones se ha reducido en un 10%, por tanto las ganancias por acción habrá incrementado en un 5%.

Un 5% de aumento en el EPS¹⁰² . Asumiendo que P/E¹⁰³ de la compañía no cambia, entonces su valor de mercado por acción también aumentará en un 5%. Se puede indicar que se puede incrementar el EPS manteniendo el P/E constante.

Lo mencionado en el párrafo anterior se aleja del principio de la conservación del valor, porque el total del flujo de caja no se ha incrementado. Mientras EPS ha aumentado en un 5%, la deuda de la empresa también se ha incrementado. Con un apalancamiento más alto, el flujo de caja de la empresa para distribuir entre sus accionistas será más volátil y los inversionistas exigirán un retorno más alto. Esto hará bajar su P/E ratio, compensando el alza en el EPS.

Sin embargo, aunque el flujo de caja no aumente con la recompra, algunos autores han señalado que recomprando acciones se puede reducir la probabilidad de que los administradores inviertan el circulante a tasas de retorno bajas. De esta manera, se puede crear valor, porque el flujo operacional de caja de la compañía habrá incrementado.

¹⁰¹

http://www.mckinsey.com/insights/corporate_finance/the_savvy_executives_guide_to_buying_back_shares

¹⁰² Earnings per Share

¹⁰³ Price to Earnings

Algunos autores argumentan que la administración debiera recomprar acciones cuando sus acciones se encuentran subvaloradas. Si el administrador cree que el actual valor de la acción de la empresa no refleja su potencial, por lo que recompra acciones en el presente. Un año más tarde, el precio de mercado se ajusta para reflejar las expectativas del administrador. No se ha creado valor: ha cambiado de un grupo de accionistas (aquellos que vendieron) a los accionistas que no vendieron. Por tanto los accionistas que mantuvieron sus acciones, pueden haberse beneficiado, pero los accionistas como un todo no fueron afectados.

Comprar acciones cuando se encuentran subvaloradas puede ser beneficioso para los accionistas que no vendan. De acuerdo a ciertos autores, los estudios acerca de la recompra de acciones han mostrado que las empresas no son capaces de sincronizar acciones, usualmente comprando cuando su precio por acción es alto.

A título de ejemplo, Companies in R&D-intensive industries, han buscado formas de capitalizar R&D invirtiendo en *joint ventures*, esperando reducir los gastos R&D que reducen el EPS (ganancias por acción). Pero esto disminuye el valor, porque la empresa transfiere riesgo a sus accionistas.¹⁰⁴

De acuerdo al ejemplo antes indicado, se puede apreciar en los medios de comunicación especializados que la mayoría de las compañías de Estados Unidos prefiere la compra de acciones de emisión propia. Esto se debería a la flexibilidad que el sistema proporciona.

El sistema de recompra permite la posibilidad de escoger si quieren participar o no. Para los inversionistas institucionales, pueden mantener la inversión en la empresa sin incurrir en los gastos transaccionales de reinvertir los dividendos. Para las personas naturales, al no participar en una recompra, pueden

¹⁰⁴ http://hbr.org/2013/10/corporate-venturing/ar/1?utm_campaign=Socialflow&utm_source=Socialflow&utm_medium=Tweet

diferir el pago de impuesto sobre los dividendos, convirtiéndolos en ganancias de capital que pueden realizar potencialmente en los años futuros.

En cuanto la implicancia de las políticas de dividendos, estas entregan señales para los accionistas y el mercado. Respecto de la compra de acciones de propia emisión, esta puede tener señales negativas y positivas para el mercado.

La señal negativa consiste en que se envía la señal de que la empresa se le acaban las posibilidades de invertir, y no encuentra nada más que hacer con su excedente en el flujo de caja, que retornarlo a sus accionistas. Esto asumiendo que el mercado, no se había dado cuenta de que la sociedad estaba generando mayores flujos de cajas de los que podía invertir. Generalmente los inversionistas anticipan una recompra de acciones, antes de que los administradores tomen la decisión.

Una señal positiva consiste que los administradores se dan cuenta, de que no pueden invertir el excedente, y que prefieren devolverlo a los accionistas en vez de despilfarrar el excedente en inversiones que pondrán el riesgo el valor de la compañía.

Otra señal positiva, es que los administradores sociales tienen una visión optimista de la empresa, y creen que las acciones están subvaloradas por el mercado. Pero la mayoría de las empresas realiza compra de acciones de emisión propia cuando tienen exceso de flujo de caja, lo que generalmente ocurre cuando el precio de las acciones es alto, es decir, esta sobre valorado.

Así como la compra de acciones de emisión propia, genera una señal positiva, también lo hace la distribución de dividendos. Debido a que los administradores solo pueden reducir los dividendos como último recurso, incrementar los dividendos envía una señal de confianza de que la empresa continuará distribuyendo este nivel de dividendos más alto. El efecto puede ser más fuerte como señal a los accionistas, que el de la compra de acciones de propia emisión, ya que la distribución de dividendo muestra un compromiso más fuerte, que se espera repita a los mismos índices en los años venideros, al

contrario de la compra de acciones de propia emisión, que no está obligada a repetir en los años subsiguientes.

Devolver capital a los accionistas mediante distribución de dividendo o compra de acciones de emisión propia, no es una estrategia que por sí sola crea valor, pero sí se puede afirmar que no se resta valor, mediante la inversión de este flujo de caja en negocios que no generen flujos de caja futuros o retornos sobre el capital atractivos para los inversionistas.

No manejar adecuadamente la estructura de capitales puede llevar a una crisis financiera y no crear valor, pero para las empresas que tengan apalancamiento, las posibilidades de agregar valor optimizando la estructura de capitales es limitada, sobre todo en lo relacionado con los impactos de las mejoras en los retornos sobre el capital invertido. Más que enfocarse en optimizar la estructura de capitales, los administradores debieran asegurarse que la empresa tiene la suficiente flexibilidad financiera como para soportar el plan de negocios.

4.3.4 Plan de negocios

Un plan de negocios es un documento único que reúne toda la información necesaria para evaluar un negocio y los lineamientos generales y específicos para ponerlos en marcha. Describen las acciones y recursos necesarios para poder llevar a cabo un proyecto determinado, ya sea se trata de una empresa nueva, o de expandir los horizontes de una existente, incluso cuando se quiere dar un giro al negocio.

Este documento se caracteriza por su carácter ejecutivo, que demuestra un nicho o área de oportunidad, en el que se pone de manifiesto la rentabilidad, así como la estrategia a seguir para generar un negocio viable.

CONCLUSIONES

Dos temáticas que en apariencia se desenvuelven por rutas paralelas, por un lado la responsabilidad de los directores y por otro el valor, tienen más puntos de unión de lo que en principio podría estimarse.

Al contemplar una la sociedad anónima como un ente económico, se puede apreciar que actúa como un organismo con vida propia, recursos propios y un objetivo claro y sistematizado. Desde sus orígenes, las sociedades anónimas existen por la legítima necesidad del Hombre de satisfacer sus necesidades, emprender grandes desafíos apoyándose en otras personas y obtener un lucro por ello. Esta legítima necesidad ha sido reconocida y regulada por el derecho, indicando y reconociendo que el fin de la sociedad anónima es la creación de valor.

Como hemos visto, precio y valor no son lo mismo. Si bien el concepto de valor ha sido muy debatido en la historia de la filosofía y la economía, concluirá juicio de los memoristas el concepto de valor es distinto al precio de las cosas. El precio es el número objetivo con que se puede expresar o tasar el valor de una cosa respecto de la cual se pueda celebrar un contrato de compraventa, por ejemplo. Y así ha sido reconocido por nuestra legislación. La regla general en el contrato de compraventa, por ejemplo, es que el precio de la cosa es una cuestión que la ley deja al arbitrio de las partes, siempre y cuando sea un precio determinado o determinable, sea expresado en dinero y sea serio, es decir, que se manifieste la intención de ejecutar el acto jurídico. La excepción es que la legislación entregue herramientas a las partes cuando las contraprestaciones sean sustancialmente distintas a las efectuadas por la parte afectada, como lo es en el caso de la lesión enorme. Para los memoristas, el valor en es un concepto subjetivo y cada cosa vale distinto según las personas que le estén otorgando el valor. Sin embargo, sí es posible avaluar una determinada empresa en con criterios objetivos o lineamientos que permiten apreciarla, integrando ciertos criterios económicos, financieros y contables estandarizados a nivel mundial, pero en su esencia, siguen siendo cuestiones subjetivas. Cuando nos referimos en la

presente memoria a la creación de valor, la hemos relacionado siempre con aquel valor subjetivo que, sin embargo, en las sociedades se relaciona con las utilidades, las que se aprecian a través del reparto de dividendo, utilidades que se relacionan directamente con la gestión de administración que realiza el directorio y demás gerentes de la sociedad.

Existe una forma objetiva de medir el valor. Una administración va a generar mayor valor en la medida que genere flujos de caja más rápidos con un mayor retorno para los inversionistas. En definitiva, el negocio que se administra deberá tener la potencialidad de generar el lucro que justifique al accionista la decisión de haber entregado su inversión a una sociedad determinada, porque el retorno será mayor en comparación con invertir en otro tipo de instrumentos. La responsabilidad de los directores debe estar en sintonía con este concepto de valor. A juicio de los memoristas, es esa búsqueda de lucro la que tutela por la legislación y este criterio se aplica con independencia del giro que tenga la sociedad, sea inmobiliaria, minera, corredora de propiedades, una empresa de prestación de servicios, etcétera.

También se analizó la conservación de valor. Se indicó que no basta crear el valor, sino que interesa mantenerlo. Se mencionó el apalancamiento. Si una sociedad tiene incrementos en su flujo de caja, se está creando valor. También se mencionó que si una empresa decide aumentar el flujo de caja en base a la reestructuración de la deuda, no se genera valor. En definitiva, la reestructuración de la deuda va a generar novaciones por cambio de acreedor: si bien se liberarán los flujos de caja, el retorno sobre el capital será el mismo. El director, velando por el interés de la sociedad, debe entender la reestructuración de la deuda como una herramienta que en ciertas circunstancias sí va a generar valor, porque, por ejemplo, se pueden pagar menos impuestos.

Cuando pensamos que el principal fin de la sociedad anónima es la generación de valor, no podemos menos que preguntarnos qué responsabilidad cabe a aquellas personas encargadas de tomar las decisiones de la empresa. A lo largo de la presente memoria hemos analizado qué es una sociedad anónima y cómo se

toman las decisiones administrativas dentro de ella. La sociedad anónima es una persona jurídica, que se forma existe y prueba mediando un acto de constitución de sociedad y cumpliendo las demás formalidades legales. Esta persona jurídica expresa su voluntad a través de un Directorio, un órgano colegiado, que se establece de acuerdo a los estatutos sociales y que es por ley el llamado a administrar a la sociedad, y quien tiene la representación de ésta, teniendo como misión principal velar por el interés de la sociedad.

En una segunda etapa de esta memoria, analizamos el valor desde una perspectiva histórica, analizando desde los tiempos de Aristóteles pasando por los escolásticos y los clásicos, el concepto de valor, desde una perspectiva filosófica y económica. Hasta llegar a un concepto de valor moderno, que guarda relación con el objeto social. Luego analizamos los distintos aspectos que crean valor o que lo conforman. Así podemos ver con claridad que el valor pese a ser un concepto subjetivo, tiene elementos objetivos al momento de determinar cuándo se creado valor. Cuando analizamos el mercado moderno, nos damos cuenta que saber cómo se crea valor hoy, tiene sus complejidades, no basta señalar de qué manera se puede valorar una determinada unidad económica, sino que hay que considerar que esta unidad económica, funciona en un mundo con muchas variables y que todas ellas contribuyen a la creación o destrucción de valor.

Coincidimos con Puga y Alcalde en que la responsabilidad de los directores es una responsabilidad de medios y no de resultados. La responsabilidad de medios aplicada en materia de responsabilidad de los directores en las sociedades anónimas es aquella en que el director asume el desafío y la obligación de observar todos los deberes que la ley le impone, debiendo emplear una conducta diligente para alcanzar el resultado deseado por la ley en beneficio de la sociedad. El director cumple su obligación, sea que se cumpla o no la prestación convenida, a condición de que haya empleado todas las acciones esperables para alcanzar los resultados deseados. En cambio, la obligación de resultados supone que el obligado debe cumplir efectivamente con la prestación convenida.

En el último tiempo los medios de comunicación masivos, principalmente a través de internet y de las telecomunicaciones, se ha producido un enorme interés por la determinación de la responsabilidad de los directores de las sociedades anónimas. Casos emblemáticos que han sido llevados a la justicia, como lo son el caso “La Polar”, y el reciente caso “Cascadas”, han cuestionado el actuar de los directores y demás administradores de la sociedad anónima. No es intención de los memoristas establecer un juicio de valor o calificar la responsabilidad o no en determinadas acusaciones respecto de las cuales los tribunales de justicia aún no se han pronunciado. Pero sí se considera necesario que para analizar estos casos es fundamental entender los mecanismos que componen el gobierno corporativo y sus efectos sobre el desarrollo del mercado de capitales y el crecimiento económico. Tienen relación directa con el “Valor” como concepto económico. Comprender como se relacionan los diferentes componentes y agentes del mercado, y comprender como funcionan en la toma de decisiones de una empresa, en especial la sociedad anónima, nos ayuda a comprender hasta qué punto son responsables los administradores sociales “El Directorio”. Si consideramos que la gran mayoría de los agentes que crean valor en la economía, son personas jurídicas, y que gran parte de esas personas jurídicas son sociedades anónimas, y que además los grandes agentes que mueven el mercado de valores, son inversionistas institucionales como las Administradoras de Fondo de Pensión, la materia en cuestión nos empece a todos.

En virtud de lo indicado en el párrafo anterior, a juicio de los memoristas, la conceptualización de la responsabilidad que debe observar un director, debe considerarse en base a las circunstancias y acontecimientos que se relacionaban con una toma de decisión determinada y respecto de la circunstancia de infringir o no los deberes fiduciarios en relación con el interés social por parte de los directores. En definitiva, los memoristas consideran que no debe ser la ley la que establezca un parámetro rígido de determinación de responsabilidad de los directores, sino que debe establecer cuáles son las consecuencias de infringirlo. Deben ser los principios y deberes los que orienten la determinación de la responsabilidad. De esta manera, es un deber del Legislador que todos aquellos

casos que la sociedad signifique como emblemáticos no sean una justificación para modificar la Ley, de manera de dar señales a la opinión pública que las autoridades están reaccionando frente a los problemas, sino que, de acuerdo a la opinión de los memoristas, debe ser la aplicación de la ley actual y sus principios los que deben resolver los conflictos jurídicos derivados de los casos emblemáticos. A juicio de los memoristas, hacer más rígida normativa de sociedades anónimas, poner más obstáculos a la toma de decisiones afectan directamente el crecimiento económico. A juicio de los memoristas, sí se puede mejorar la normativa en general que rige la responsabilidad de los directores de las sociedades anónimas y eso no pasa sólo por la reforma a la Ley 18.046, sino que se puede profundizar y mejorar en el reglamento de sociedades anónimas. Dentro de toda la normativa existente, se pueden encontrar escasos artículos referidos a los deberes fiduciarios de los directores en el reglamento de sociedades anónimas, siendo estos deberes fiduciarios los que delimitan la responsabilidad en general de los directores. Más aún, la responsabilidad respecto al interés último de toda unidad económica, que es la creación de valor.

BIBLIOGRAFÍA

ACUÑA, Gustavo. Determinación del valor económico agregado. [en línea]. Bogotá, Colombia. GESTIOPOLIS. [Fecha de consulta: 03 de noviembre 2013]. Disponible en:
<<http://www.gestiopolis.com/canales/financiera/articulos/no%208/Eva1.htm>>

ALCALDE Rodriguez, Enrique. La responsabilidad de los directores de sociedades anónimas. Santiago de Chile: Ediciones UC, 2013. 498p.

ALEMANIA, el país que no tiene Wal-Mart [en línea]. Causa Abierta: Portal de Noticias. [Fecha de consulta: 07 de noviembre de 2013]. Disponible en:
<<http://www.causaabierta.com.uy/alemania-el-pais-que-no-tiene-wal-mart/>>

ARISTÓTELES, Política (Spanish Edition) [Kindle Edition]. Fecha de consulta: 25 de Agosto 2013. Disponible: <http://www.amazon.com/POLITICA-ARISTOTELES-Spanish-ebook/dp/B004P8JXC4/ref=sr_1_1?s=books&ie=UTF8&qid=1401413586&sr=1-1&keywords=ARIST%C3%93TELES%2C+Pol%C3%ADtica>

BARROS, Enrique: Tratado de responsabilidad extracontractual. Santiago de Chile: Jurídica, 2006. 1230 p.

BRIAN R., Cheffins. Dividends As A Substitute For Corporate Law: The Separation Of Ownership And Control In The United Kingdom. (Paper elaborado para seminario organizado por el Centre for Corporate and Commercial Law and de Centre for business Research. 63 WASH & LEE L. REV. 1273. P. 1273 – 1238. Faculty of Law, University of Cambridge. 2006. Disponible en:
<<http://law.wlu.edu/deptimages/Law%20Review/63-4Chekffins.pdf>>

BUTLER, Henry. La teoría Contractual de la Sociedad Anónima. Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones, (151-153):17-45, 1993.

CACHANOSKY, Juan C. Historia De Las Teorías Del Valor. Tesis obligatoria para optar al grado de doctor en filosofía. Argentina: Instituto Universitario ESEADE, 1994. 284 p

CÓDIGO Civil de la República de Chile. Diario Oficial de la República de Chile 21 de junio de 2013. Santiago, Chile: Jurídica, 2013. 571 p.

CÓDIGO de Comercio. Diario Oficial de la República de Chile 07 enero 2011. Santiago, Chile: Jurídica. 979 p.

CONDE de Lauderdale. An Inquiry Into the Nature and Origin of Public Wealth, Edinburgh: Printed for Archibald Constable & Co., 1819. 468 p.

CORPORATE Venturing [en línea] Harvard Bussines Review. MASSACHUSETTS, Estados Unidos. [Fecha de consulta: 03 septiembre 2013]. Disponible en: http://hbr.org/2013/10/corporate-venturing/ar/1?utm_campaign=Socialflow&utm_source=Socialflow&utm_medium=Tweet

DECRETO Supremo N° 587. CHILE. Aprueba el reglamento de sociedades anónimas. Biblioteca Congreso Nacional de la República de Chile. 04 de agosto 1982. Santiago de Chile. [Fecha consulta: 07 agosto 2013] Disponible en: <http://www.sii.cl/pagina/jurisprudencia/decreto587.htm>

DECRETO SUPREMO N° 702. CHILE. Aprueba el nuevo reglamento de sociedades anónimas. Biblioteca Congreso Nacional de la República de Chile. 27 de mayo 2011. Santiago de Chile. [Fecha consulta: 07 agosto 2013] Disponible en: <http://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=1041586&r=1>

DELOITTE. Maximizing ROIC to drive growth in consumer products: Learning from the past, preparing for the future [en línea]. Deloitte. United Kingdom. [Fecha de consulta: 08 de noviembre 2013] Disponible en: <http://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedStates/Local%20Assets/Documents/Consumer%20Business/US_CP_Return%20on%20Invested%20Capital_2009.pdf>

DEZEREGA, Víctor. Valor económico agregado (EVA). Correcta medición del desempeño global. [en línea] Bogotá, Colombia. GESTIOPOLIS. [Fecha de consulta: 04 de noviembre de 2013]. Disponible en: <<http://www.gestiopolis.com/canales/financiera/articulos/49/evavictor.htm>>

GENERAL Mills to buy Pillsbury [en línea]. ABC News. Estados Unidos. [Fecha de consulta: 08 de noviembre de 2013] Disponible en: <<http://abcnews.go.com/Business/story?id=89651&page=1>>

GENERAL Mills Acquires Pillsbury. [en línea] Minnesota Public Radio. Minnesota, Estados Unidos. [Fecha de consulta: 08 de noviembre de 2013] Disponible en: <http://news.minnesota.publicradio.org/features/200007/17_haega_gmills/>

HUTCHENSON, Francis, citado por M Grice – Hutchinson. El pensamiento económico en España. España: Crítica. 1982. 420 p.

INVERTIR en empresas cíclicas [en línea] Invertir en bolsa.info. Foro Bolsa e Inversiones. [Fecha de consulta: 10 de noviembre de 2013]. Disponible en: <http://www.invertirenborla.info/estrategias_inversion/estrategias_inversion_invertir_empresas_ciclicas.htm>

JAMES, Harold. The Creation And Destruction Of Value: The Globalization Cycle. (Kindle Edition). Fecha consulta: 25 agosto 2013. Disponible en: http://www.amazon.com/The-Creation-Destruction-Value-Globalization/dp/0674035844/ref=sr_1_cc_1?s=aps&ie=UTF8&qid=1401413385&sr=1-1-catcorr&keywords=JAMES%2C+Harold%2C+The+Creation+And+Destruction+Of+Value%3A+The+Globalization+Cycle

JOHNSON and Johnson Merger [en línea] Finance Maps of World. [Fecha de consulta: 09 de noviembre de 2013] Disponible en: <http://finance.mapsofworld.com/merger-acquisition/pharmaceutical/johnson-johnson.html>

LEFORT, Fernando: Gobierno corporativo: ¿Qué es? y ¿Cómo andamos por casa?”. Cuadernos de Economía, (120):207-237, 2003.

Ley N° 18.046. CHILE. Sobre Sociedades Anónimas. Biblioteca Congreso Nacional de la República de Chile. 22 octubre 1981. Santiago de Chile. [Fecha consulta: 03 agosto 2013] Disponible en: <http://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=29473&r=1>

Ley N° 18.045. CHILE. Ley de Mercado de Valores. Biblioteca Congreso Nacional de la República de Chile. 22 octubre 1981. Santiago de Chile. [Fecha consulta: 05 agosto 2013] Disponible en: <http://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=29472>

Ley N°20.382. CHILE. Introduce Perfeccionamientos a la Normativa que Regula los Gobiernos Corporativos de las Empresas. Biblioteca Congreso Nacional de la República de Chile. 20 octubre 2009. Santiago de Chile. [Fecha consulta: 10 agosto 2013] Disponible en: <http://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=1007297>

Ley N°20.190. CHILE. Introduce adecuaciones tributarias e institucionales para el fomento de la industria de capital de riesgo y continúa el proceso de Modernización del Mercado de Capitales. Biblioteca Congreso Nacional de la República de Chile. 05 junio 2007. Santiago de Chile. [Fecha consulta: 12 agosto 2013] Disponible en: <<http://www.leychile.cl/Navegar?idLey=20190>>

Ley N° 19.705. CHILE. Regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS) y establece régimen de Gobiernos Corporativos. Biblioteca Congreso Nacional de la República de Chile. 20 diciembre 2000. [Fecha consulta: 07 agosto 2013] Santiago de Chile. Disponible en: <<http://www.leychile.cl/Navegar?idLey=19705>>

Ley 20.393. CHILE. Establece la responsabilidad penal de las personas jurídicas en los delitos de lavado de activos, financiamiento del terrorismo y delitos de cohecho que indica. . Biblioteca Congreso Nacional de la República de Chile. 02 diciembre 2009. Santiago de Chile. [Fecha consulta: 07 septiembre 2013] Disponible en: <<http://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=1008668>>

LOCKE, John. Second Treatise of Civil Government. - Kindle eBook. [Fecha de consulta: 27 agosto 2013]. Disponible en: <http://www.amazon.com/Second-Treatise-Government-John-Locke-ebook/dp/B004PYDBYY/ref=sr_1_1_title_1_kin?s=books&ie=UTF8&qid=1401414829&sr=1-1&keywords=LOCKE%2C+John.+Second+Treatise+of+Civil+Government>

LÓPEZ, Francisco. Valoración De Empresas: Una Introducción Práctica (Spanish Edition). (Kindle Edition). Fecha de consulta: 25 agosto 2013 Disponible en: <http://www.amazon.com/s/ref=nb_sb_noss/188-5055222-3130518?url=search-alias%3Ddigital-text&field-keywords=L%2C%3PEZ%2C+Francisco.+Valoraci%3%B3n+De+Empresas%3A+Una+Introducci%3%B3n+Pr%3A1ctica>

LÓPEZ, Francisco. Valoración de Empresas: una introducción Práctica (Spanish Edition), Kindle Edition. [Fecha de consulta: 03 de septiembre de 2013].

Disponible en: <http://www.amazon.com/Valoraci%C3%B3n-empresas-introducci%C3%B3n-pr%C3%A1ctica-CONTABILIDAD-ebook/dp/B00B4GM0FW/ref=sr_1_fkmr0_1?s=books&ie=UTF8&qid=1401415636&sr=1-1-fkmr0&keywords=FRANSCISCO+LOPEZ%2C+Valoraci%C3%B3n+de+Empresas%3A+una+introducci%C3%B3n+Pr%C3%A1ctica>

LOPEZ, Carlos. La Gerencia basada en valor (GBV) o value based management (VBM). [en línea] Bogotá, Colombia. GESTIOPOLIS. [Fecha de consulta: 06 de noviembre 2013]. Disponible en:

<<http://www.gestiopolis.com/canales/gerencial/articulos/no%202/gbv.htm>>

MARSHALL, Alfred. Principles of Economics (Illustrated), Kindle eBook, edition. [Fecha de consulta: 02 de septiembre de 2013]. Disponible en:

<http://www.amazon.com/Principles-Economics-Palgrave-Classics-ebook/dp/B00I5QZ6CS/ref=sr_1_1?s=digital-text&ie=UTF8&qid=1401754877&sr=1-1&keywords=Principles+of+Economics>

MARTÍNEZ, Conrado Javier. Costos de Agencia: De las Finanzas a la política. [En línea]. 2006. [Fecha de consulta: 06 enero 2014]. Disponible en:

<http://www.palermo.edu/economicas/pdf_economias/cbrs/cbrs_viejos/UP-CBRS_costos_agencia_política.pdf>

MIRANT Files for Bankruptcy Protection. [en línea]. New York Times. New York, Estados Unidos. [Fecha de consulta: 08 de noviembre de 2013]. Disponible en:

<<http://www.nytimes.com/2003/07/15/business/mirant-files-for-bankruptcy-protection.html>>

MIRANT Corporation Bankruptcy: A thorough review of valuation by the bankruptcy court [en línea]. [Fecha de consulta: 08 de noviembre de 2013]. Disponible en: <<http://www.srr.com/article/mirant-corporation-bankruptcy-thorough-review-valuation-bankruptcy-court>>

ORREGO, Juan Andrés. La Responsabilidad Extracontractual. Delitos y Cuasidelitos Civiles. [En línea]. Documento actualizado al 27 de febrero de 2013. [Fecha de consulta: 03 noviembre 2013]. Disponible en: <www.juanandresorrego.cl>

ORREGO, Juan Andrés. Teoría del Acto Jurídico 1. [En línea]. 2012. [Fecha de consulta: 31 octubre 2013]. Disponible en: <www.juanandresorrego.cl>

ORREGO, Juan Andrés, Teoría de Las Obligaciones. [En línea]. 2012. [Fecha de Consulta: 31 octubre 2013]. Disponible: www.juanandresorrego.cl

ORREGO, Juan Andrés. De la Responsabilidad Objetiva. [En línea]. 2011. [Fecha de Consulta: 31 octubre 2013]. Disponible: <www.juanandresorrego.cl>

OUR margin of safety captures risk at Walgreen [en línea]. Seeking Alpha. New York, Estados Unidos. [Fecha de consulta: 07 de noviembre de 2013]. Disponible en: <<http://seekingalpha.com/article/395731-our-margin-of-safety-captures-risk-at-walgreen>>

PUGA, Juan Esteban. La Sociedad Anónima y Otras Sociedades por Acciones en el Derecho. Santiago de Chile: Jurídica, 2011. 773p.

PHARMACEUTICAL Mergers [en línea] Finance Maps of world. [Fecha de consulta: 09 de noviembre de 2013] Disponible en: <<http://finance.mapsofworld.com/merger-acquisition/pharmaceutical/>>

P/E Ratio Price-Earnings Ratio (P/E). [en línea] Blogspot. [Fecha de consulta: 09 de noviembre de 2013] Disponible en: <<http://bolsaes.blogspot.com/2010/09/pe-ratio-price-earnings-ratio-pe.html>>

REISBERG, Arad. Derivate claims under the companies act 2006: much ado about nothing?. UCL Centre for Law & Economics, Forthcoming. Social Science Research Network. [Fecha consulta: 02 septiembre 2013] Disponible en <<http://ssrn.com/abstract=1092629>>

RODRÍGUEZ Rodríguez, Alfonso M. Una revisión económica del valor: el valor financiero. Su aplicación al análisis financiero de la inversión. (Doctor Catedrático de la Universidad de Barcelona). Barcelona, España: Universidad de Barcelona. [Fecha consulta: 02 septiembre de 2013]. Disponible en: <<http://diposit.ub.edu/dspace/bitstream/2445/2261/4/arr-cast.pdf>>

SAY, Jean-Baptisic. Letters to Mr. Malthus on Several Subjects of Political Economy And on the Cause of the Stagnation of Commerce to which it Added A Catechism of Political Economy. New York: Augustus M. Kelley, Publishers, 1967. 244 p.

SHERLOCK, Lauren & PARK, Jason, Zendman, Jp. General Mills Acquisition of Pillsbury from Diageo PLC [en línea]. [Fecha de consulta: 09 de noviembre de 2013] Disponible en: <<http://es.slideshare.net/dpark1/general-mills-acquisition-of-pillsbury-from-diageo>>

SECURITIES and Exchange Commission [en línea]. Johnson and Johnson. New Jersey, Estados Unidos. [Fecha de consulta: 09 de noviembre de 2013] Disponible en: <<http://www.investor.jnj.com/secfiling.cfm?filingID=950110-94-331>>

SMITH, Adam, An Inquiry Into The Nature and Causes of The Wealth of Nations - Kindle eBook. [Fecha de consulta: 01 de septiembre de 2013]. Disponible en:

<http://www.amazon.com/Inquiry-Nature-Causes-Wealth-Nations-ebook/dp/B00847CE6O/ref=sr_1_1_title_0_main?s=books&ie=UTF8&qid=1401414922&sr=1-1&keywords=SMITH%2C+Adam%2C+An+Inquiry+Into+The+Nature+and+Causes+of+The+Wealth+of+Nations>

The SAVVY executive's guide to buying back shares [en línea]

Mckinsey&Company. Estados Unidos. [Fecha de consulta: 10 de noviembre de 2013]. Disponible en:

<http://www.mckinsey.com/insights/corporate_finance/the_savvy_executives_guide_to_buying_back_shares>

SVS Educa. Portal de Educación Financiera [en línea] Santiago, Chile. [Fecha de consulta: 07 de noviembre 2013]. Disponible en: <<http://www.svs.cl/educa/600/w3-channel.html>>

WAL-MART se despide de Alemania [en línea]. Deutsche Welle. Alemania. [Fecha de consulta: 07 de noviembre de 2013]. Disponible en: <<http://www.dw.de/wal-mart-se-despide-de-alemania/a-2112998>>

WALGREEN Return on Invested Capital (TTM) [en línea]. Ycharts. Chicago, Estados Unidos. [Fecha de consulta: 07 de noviembre de 2013]. Disponible en: <https://ycharts.com/companies/WAG/return_on_invested_capital>

WILLIAM Wrigley Jr Company: A Tough Stock to Call (WWY). [en línea]. Seeking Alpha. New York, Estados Unidos. [Fecha de consulta: 07 de noviembre de 2013]. Disponible en: <<http://seekingalpha.com/article/41179-william-wrigley-jr-company-a-tough-stock-to-call>>

WHITAKER, Scott C. Mergers & Acquisitions Integration Handbook: Helping Companies Realize The Full Value of Acquisitions New Jersey. Published by John Willey & Sons Inc., 2012. 173 p.

YEOH, Poh Seng. The Legal Implications Of Off Balance Sheet Financing: A Comparative Analysis Of Uk And Us Positions. Thesis submitted in partial fulfilment of requirements for the Degree of Doctor of Philosophy. Reino Unido: University of Wolverhampton, July 2007. 353 p.