



Proyecto de Ley de Gobiernos Corporativos: Oportunidades y desafíos para Chile

Guillermo Larraín R.

Superintendente de Valores y Seguros

Presentación preparada para el
Centro de Gobierno Corporativo UC

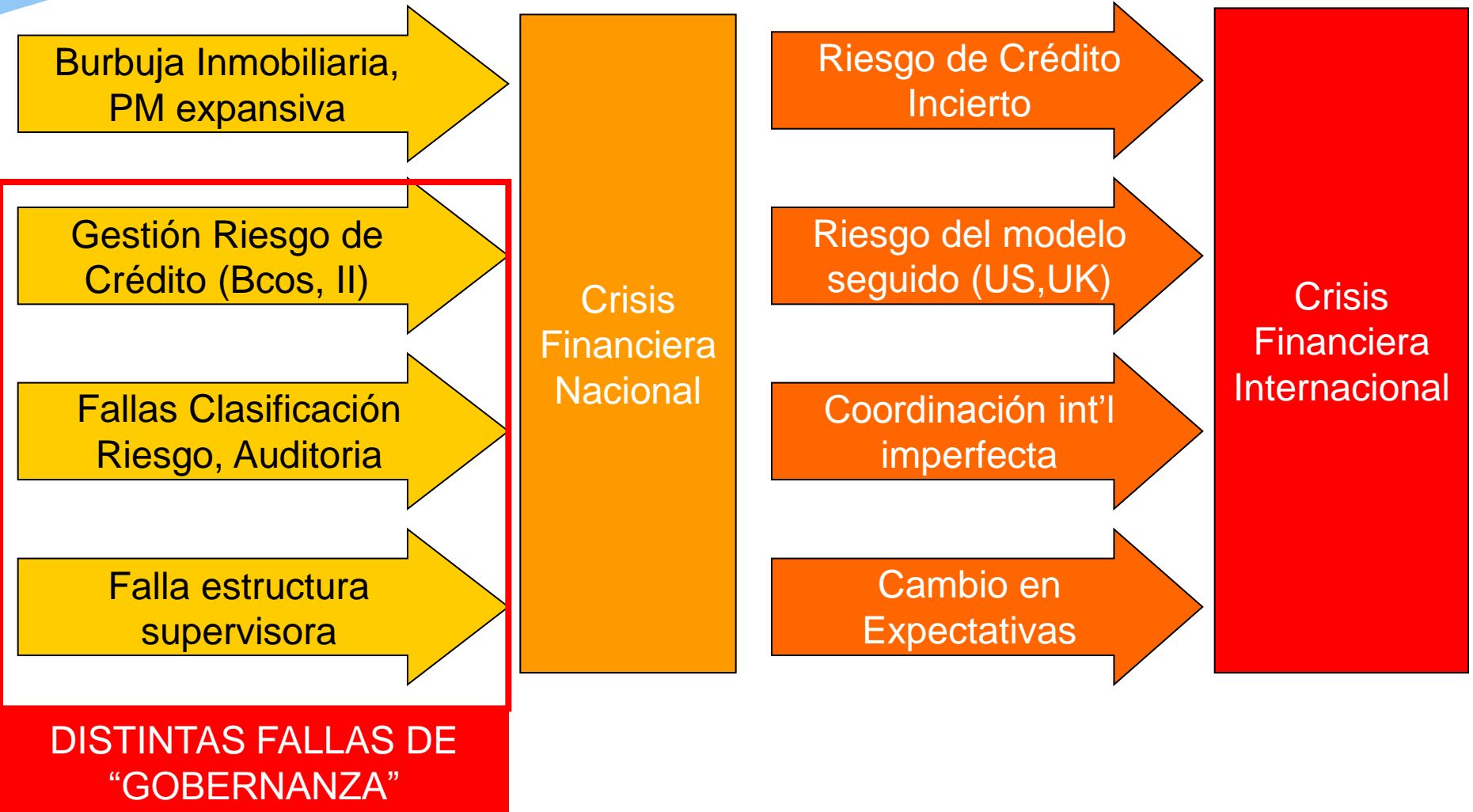
Santiago, 2 de septiembre, 2009



1. Crisis Financiera Internacional
2. Problemas del Gobierno Corporativo
3. Beneficios y Costos de Usar el Mercado de Valores
4. Proyecto de Ley



Crisis Financiera Internacional





- Cuestionamientos al Directorio
 - Capacidad de comprender
 - Modelo de gestión de riesgos
 - Políticas salariales y planes de compensación (nivel y composición)
 - Pasividad en supervisión de riesgos por ejecutivos principales
 - Negligencia en el ejercicio de Rol de Administración



- **Cuestionamientos a Clasificadoras de Riesgo y Auditores Externos**
 - Mala resolución de conflictos de interés
 - Independencia de juicio
 - Negligencia en procesos
 - Asimetría y falta de información respecto de procedimientos aplicados



Gobernanza de los reguladores

- Perimetro de la regulacion
- Multiplicidad de reguladores
- Silo vs Centralizacion vs Modelo Funcional
- Rol del Banco Central
- Defensa del Consumidor



1. Crisis Financiera Internacional
2. Problemas del Gobierno Corporativo
3. Beneficios y Costos de Usar el Mercado de Valores
4. Proyecto de Ley



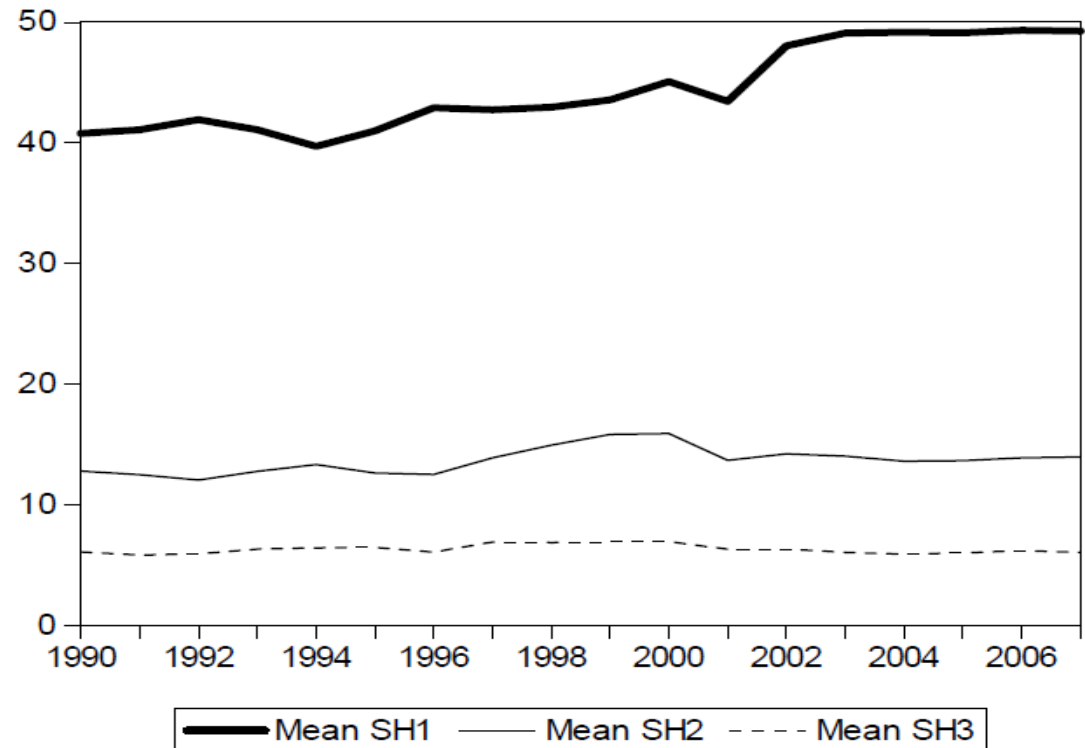
Problemas de Gobierno Corporativo en Modelo Anglo: Agencia

- **Dispersión de la Propiedad**
Conflicto Accionistas vs. Gerentes
 - No existe un solo controlador
 - Dificulta control sobre administración
 - Traspaso de Riqueza entre Accionista y Administración
- **Solución**
 - Gobierno Corporativo que proteja intereses de accionistas vs administración



Estructura de Propiedad : Tres primeros accionistas (Chile)

- Muestra: Incluye 67 firmas listadas en la BCS
- Período : 1990 -2007
- Para medir concentración de propiedad, la literatura internacional por lo general considera la suma de los tres mayores accionistas, dado que en las compañías de países como EE.UU, Reino Unido o Japón esta propiedad se encuentra ampliamente repartida.



En el caso de Chile, el principal accionista -en promedio- es propietario de casi la mitad de la compañía.



Problemas de Gobierno Corporativo en Chile: Entre Accionistas

- **Alta Concentración de la Propiedad (Caso Chileno)**

Conflicto Mayoritarios vs. Minoritarios

- Traspaso de Riqueza entre Controlador y Minoritarios

- **Solución**

- Gobierno Corporativo que vele por los intereses de los accionistas mayoritarios y minoritarios



1. Crisis Financiera Internacional
2. Problemas del Gobierno Corporativo
3. Beneficios y Costos de Usar el Mercado de Valores
4. Proyecto de Ley



- **Beneficios**
 - **Financiamiento Ilimitado**
 - No está condicionado a ciertos grados de aversión al riesgo
 - Diversidad de agentes económicos
 - No está sujeto a restricciones presupuestarias
 - Propias o de un grupo de actores
 - **Beneficios Tributarios**
 - 18 Bis y 18 Ter
 - **Facilidad para deshacer la inversión o traspaso de propiedad**
 - Enajenación en bolsa



- **Beneficios**

- **Fomenta la Expansión de Negocios - Crecimiento:**
 - Mediante el acceso a recursos que no serían posibles de obtener sólo vía deuda o capital del dueño original.
- **Reducción en Costos de Monitoreo:**
 - Monitoreo Bancario puede ser más costoso que el monitoreo ejercido por parte de minoritarios.
 - Se evita la dependencia con respecto a un solo financista.



- **Costos**
 - **Escrutinio Público**
 - Situación Financiera
 - EEFF
 - Memoria
 - Negocios
 - H. Esenciales
 - Decisiones Sociales
 - Juntas de Accionistas
 - Directorios
 - **Infraestructura**
 - Comunicación con regulador, bolsas y accionistas
 - Estándares
 - Gobierno Corporativo
 - Entrega de Información



1. Crisis Financiera Internacional
2. Problemas del Gobierno Corporativo
3. Beneficios y Costos de Usar el Mercado de Valores
4. Proyecto de Ley



Fortalece Directorio de las Empresas

- Disminuye conflictos de interés
 - Independencia de al menos 1 director
 - Respecto de la entidad, controlador, competencia, proveedores y clientes
 - Comité de Directores
 - Mayoría de independientes o elegidos por independiente
 - Funciones principales
 - » Generar informe anual de gestión
 - » Examinar operaciones con relacionados
 - » Proponer Clasificadoras y Auditores Externos
 - » Examinar sistemas de remuneraciones y planes de compensación
 - Con presupuesto especial
 - Si bien propone, finalmente decide el Directorio*



Concepto de Independencia

Fortalece Directorio de las Empresas

- Proyecto Original
 - No mantener relación con la sociedad, el grupo empresarial de ésta, su controlador, ejecutivos principales
 - Que pueda limitar su autonomía, entorpecer su independencia de juicio
 - Generar potencial conflicto de interés
 - No tener, dentro de los últimos 18 meses, vínculo relevante o parentesco con la sociedad, el grupo empresarial de ésta, su controlador, ejecutivos principales
 - No Participar en propiedad o administración de
 - Empresas que presten servicios jurídicos, consultorías o auditoría externa a esas personas
 - Organizaciones sin fines de lucro que recibieren aportes de esas personas
 - Los principales competidores, proveedores o clientes de la sociedad
 - Propuestos por accionistas que representen el 1% o más de la propiedad
 - Cuyos votos, descontados los del controlador, le permiten resultar electo

Proyecto Actual

Simplifica la propuesta original eliminando la necesidad de ser electo descontando los votos del controlador y sus relacionados



Squeeze out

- **Permite Cerrar la Sociedad (Squeeze Out)**
 - Si luego de hacer OPA, adquiere el 95% de la propiedad
 - Si estatutos permiten al controlador exigir a minoritarios venderle sus acciones al alcanzar dicho porcentaje



Fortalece Auditoría Externa

- Fortalece Auditoría Externa
 - Independencia de Juicio
 - Entidad, socios y auditores
 - Incompatibilidad de servicios
 - Incompatibilidad de personas
 - Entrega de políticas a la SVS
 - Procedimiento, control y análisis
 - Confidencialidad y manejo de información
 - Independencia de juicio



Información privilegiada

- Deber de abstención por compra (no solo venta)
- Incorpora políticas de blackouts obligatorias de contenido voluntario, pudiendo incluir, respecto de períodos y/o valores
 - Prohibición total y permanente de transar
 - Prohibición transitoria



Análisis de las Políticas de Blackout de Normas SVS

	I Trimestre	II Trimestre	III Trimestre	IV Trimestre	Promedio
Días de Blackout	% Empresas	% Empresas	% Empresas	% Empresas	% Empresas
Menos de 5 días	72%	21%	27%	26%	36%
Entre 5 y 10 días	16%	31%	32%	30%	27%
Entre 10 y 20 días	7%	32%	30%	30%	25%
Entre 20 y 30 días	1%	9%	4%	6%	5%
Más de 30 días	4%	7%	7%	9%	7%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

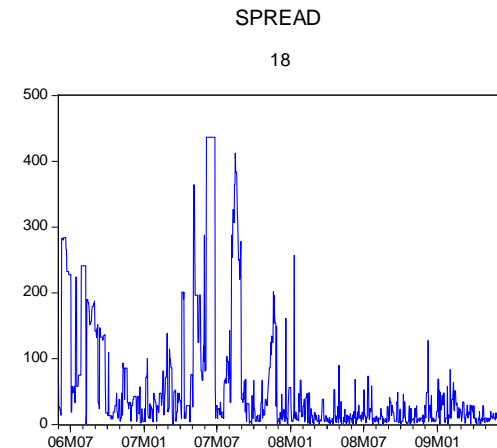
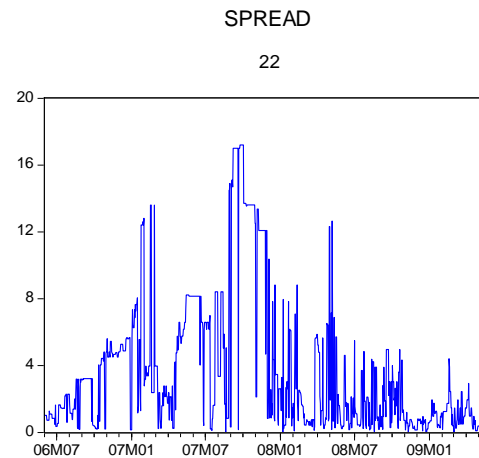
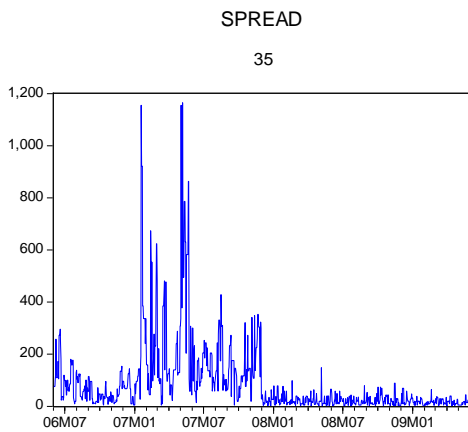
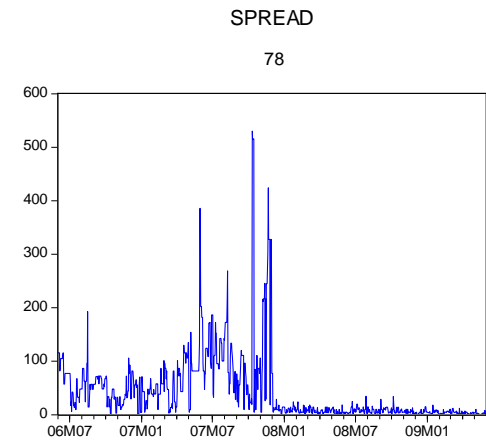
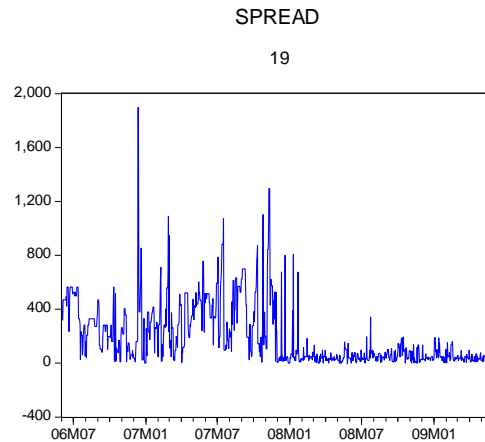
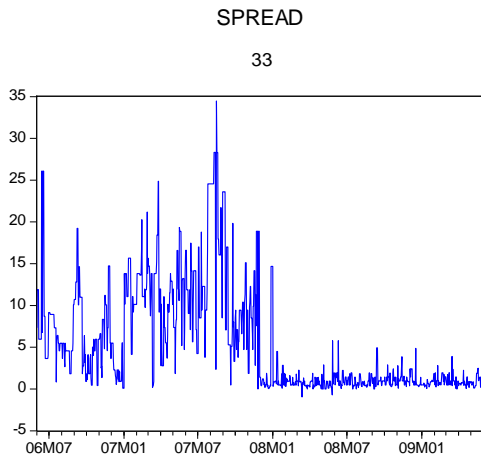
Tabla 2. Porcentaje de empresas por cantidad de días de blackout por trimestre. El número total de empresas es 81.

Fuente: Ramirez y Yañez (2009)



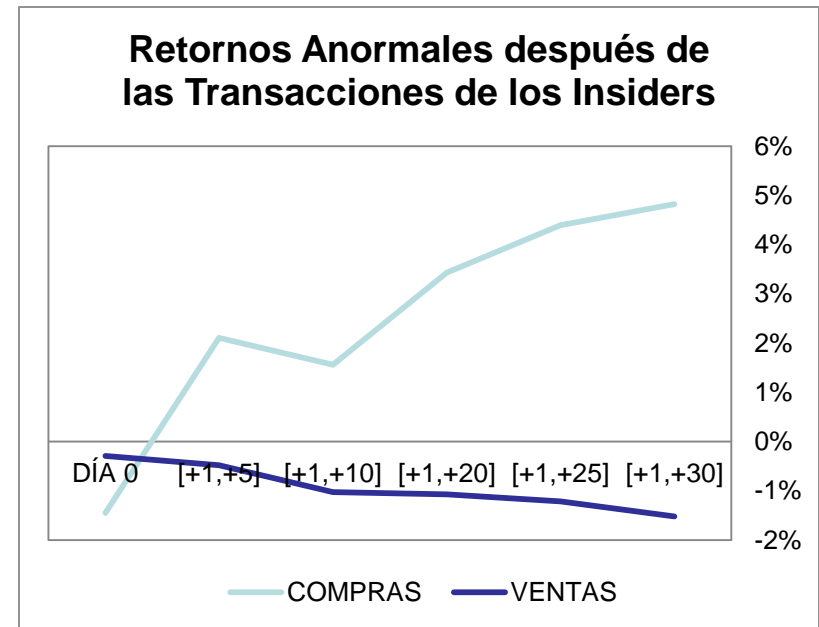
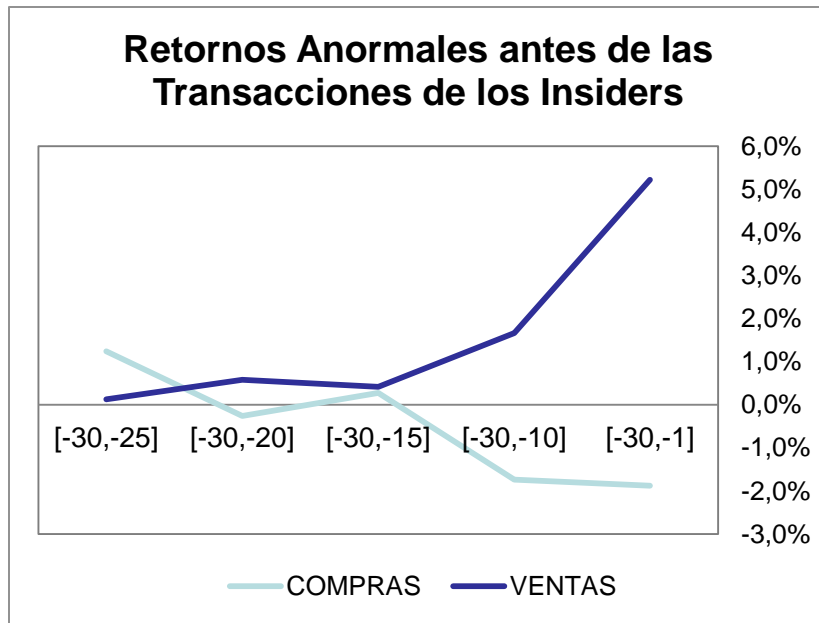
Efectos de blackouts en el spread bid-ask

Incidencia de la implementación del período de *blackout* en *spread bid-ask*.





Rentabilidad de las Transacciones de Insiders





Cuatro observaciones a criticas al proyecto

1. ¿Una acción, un voto?

- *En los hechos*, hoy con 64% propiedad en IPSA controladores tienen 80% directores
 - Mecanismo de votación permite sobrerrepresentación del controlador
 - Cambio en forma de voto de custodios (corredores) representante de minoritarios

2. ¿Unos más iguales que otros?

- Los directores deben ser todos iguales, defienden los intereses de la compañía, pero *en los hechos...*
 - los directores electos por el controlador están sujetos a mayor transparencia frente a quien los eligió. Accountability es muy difícil para los accionistas minoritarios
 - Encuesta ICARE-McKinsey muestra que entre 38% y 58% de las decisiones clave se toman fuera del directorio



Cuatro observaciones a criticas al proyecto

3. ¿Imposible encontrar un director independiente?

- La definición de independencia es estricta, pero busca *garantizar la independencia de juicio* de un director por *ausencia de conflicto de interés (sentido amplio)*
- Calculo simple: necesitamos encontrar en torno a 234 directores (Empresas listadas agosto 2009). ¿Dónde están?
 - Registro de directores en SVS: 5.431 vigentes
 - Profesionales:
 - 9,2% de población 25-59 años (Meller y Rappoport, 2003)
 - Población referencial aprox: 11M osea, 1M de profesionales
 - Abogados, ingenieros estudiando pre grado en 2007: 122.558 (Mineduc, AE 07)
 - Abogados, ingenieros estudiando post grado en 2007: 7.874 (Mineduc, AE 07)

4. ¿Barrera a la entrada el mercado de capitales?

- Solo para SA abiertas con patrimonio bursátil sobre 1,5MUF y
- a lo menos un 12,5% de acciones en poder de accionistas que cada uno tenga menos del 10%.



Proyecto de Ley de Gobiernos Corporativos: Oportunidades y desafíos para Chile

Guillermo Larraín R.

Superintendente de Valores y Seguros

Presentación preparada para el
Centro de Gobierno Corporativo UC

Santiago, 2 de septiembre, 2009