

13

Enero - Marzo 2008
ISSN 0718-1302

Revista de **DERECHO** de la **EMPRESA**®

TRANSPARENCIA EN EL USO DE LA INFORMACIÓN COMO
MÉTODO ESENCIAL A LAS NORMAS DE CONDUCTA DEL
MERCADO DE VALORES Y DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO
DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS

Caterina Guidi Moggia

PROTECCIÓN DE LA EMPRESA FRENTE A LA COMPETENCIA
DESLEAL DE EJECUTIVOS

Sergio Espinoza Riera

LICENCIAMIENTO OBLIGATORIO E INTEGRACIÓN
DE PRODUCTOS EN EL DERECHO ANTITRUST EUROPEO.
EL CASO MICROSOFT

Andreas Heinemann

LA CONCESIÓN PROVISIONAL ELÉCTRICA. DICTÁMENES
DE LA CONTRALORÍA GENERAL DE LA REPÚBLICA

José Ignacio Blümel Mac-Iver

PANORAMA JURISPRUDENCIAL DE LAS TECNOLOGÍAS
'PEER-TO-PEER'

Édgar Iván León Robayo
Eduardo Segundo Varela Pezzano

PRÁCTICAS MONOPÓLICAS. LA EXPERIENCIA EN AMÉRICA
DEL SUR: ARGENTINA Y CHILE. ¿SANCIÓN ADMINISTRATIVA
O SANCIÓN PENAL? EL CASO DE CHILE

Juan Carlos Manríquez



UNIVERSIDAD ADOLFO IBÁÑEZ | FACULTAD DE DERECHO



INFORMACIÓN & SOLUCIONES

»Transparencia en el uso de la información como método esencial a las normas de conducta del mercado de valores y de buen gobierno corporativo de las sociedades anónimas«

9
48

Caterina Guidi Moggia¹

Para que el mercado
de valores funcione
adecuadamente es
imprescindible que los
inversores actúen
debidamente informados
y que la información
puesta a su disposición
sea confiable

1. Algunas consideraciones preliminares

Este trabajo tiene como propósito examinar la transparencia en el uso de la información como método esencial común empleado por las normas de conducta del mercado de valores, al igual que las disposiciones sobre buen gobierno corporativo de las sociedades anónimas, con la finalidad de lograr

¹ Profesora de la Universidad Adolfo Ibáñez.

los objetivos que les son propios². Así, el análisis se basa fundamentalmente en las normas de conducta introducidas por la Ley n.º 19301, publicada en el Diario Oficial el 19 de marzo de 1994, que modifica diversos cuerpos legales relativos a: (i) el mercado de valores; (ii) la administración de fondos mutuos, de inversión y de pensiones; (iii) las compañías de seguros y (iv) a otras materias que señala la normativa y que agrega el título XXI a la Ley n.º 18045 sobre Mercado de Valores, con lo cual se sistematiza una serie de disposiciones sobre información privilegiada³.

De igual manera, el estudio se fundamenta en la Ley n.º 19705 regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones y establece el Régimen de Gobiernos Corporativos —en adelante, Ley de Opas—. Publicada en el Diario Oficial del 20 de diciembre del 2000, esta preceptiva modificó la Ley n.º 18045 sobre Mercado de Valores —en adelante, LMV— y la Ley n.º 18.046 sobre Sociedades Anónimas⁴ —en adelante, LSA—. Esta normativa tiene por objeto resguardar institucionalmente los derechos de aquellos que intervienen en el mercado de valores, a través de las normas de conducta sobre transparencia en el uso de la información que se examinarán en este ensayo.

En efecto, estas leyes vienen a reforzar los principios rectores que inspiran e informan el derecho del mercado de valores chileno,

2 La elaboración de este trabajo se ha basado, parcialmente, en la estructura utilizada por Alberto Javier Tapia Hermida en su artículo *Normas de conducta en el mercado de valores y gobierno corporativo de las sociedades cotizadas* —en: *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, Editorial Thomson y Aranzadi, t. II, Navarra: 2006, pp. 1381-1404—, pero aplicada a la legislación chilena. Se trata solo de una remisión parcial, en atención a que el autor analiza el ámbito de interacción entre ambos conjuntos normativos desde los puntos de vista de su método esencial, objetivos, sujetos y espacio económico. Esta exposición, por su parte, se limitará a analizar el método esencial empleado por ambos, como lo es la transparencia en el uso de la información.

3 "La nueva legislación, que toma como ejemplo, con muy pocas divergencias, el modelo norteamericano, persigue como objetivo la igualdad y transparencia en el mercado de valores, sancionando a quien manipula o atenta contra su correcto funcionamiento" —Prado Puga, A. *Acerca del concepto de información privilegiada en el mercado de valores chileno: su alcance, contenido y límites*. En: *Revista Chilena de Derecho*, vol. 30, n.º 2, Sección Estudios, Santiago: 2003, p. 242—.

4 La Ley n.º 18045 de Mercado de Valores define y regula el mercado secundario formal, cómo y por quién está compuesto y establece los derechos y obligaciones de aquellos que participan de una manera u otra dentro o fuera del mercado de valores nacional. Por su parte, la Ley n.º 18046 de Sociedades Anónimas Abiertas establece la estructura y funcionamiento de las sociedades anónimas y la responsabilidad de sus administradores y directores.

con el fin de fortalecer la seguridad y credibilidad que se ha pretendido darle al mismo, "... toda vez que las señales que reciba o perciba el inversionista deben estar iluminadas por la transparencia y corrección de los procedimientos y adecuada salvaguardia de los conflictos de interés. Solo así se protegerá la fe pública"⁵.

Los principios rectores en materia de mercado de valores son, principalmente: (i) el orden público, (ii) la fe pública, (iii) la eficiencia, (iv) la información, (v) la protección al inversionista, (vi) la competitividad, (vii) la igualdad, (viii) la transparencia, (ix) la regulación del Estado y (x) la autorregulación. La legislación chilena se ha preocupado de regular estos postulados, en mayor o menor medida, y de velar por su adecuada protección, dado que sustentan el correcto funcionamiento de dicho mercado.

Para efectos de este ensayo, solo se analizará la eficiencia, la protección al inversionista, la igualdad con sus pares y la transparencia, dado que los objetivos de la Ley de Mercado de Valores se pueden representar como "... una pirámide en cuyo vértice se sitúa la eficiencia del mercado de valores —entendida en un sentido genérico de que dicho mercado desarrolle adecuadamente la función económica que tiene atribuida— y en cuyos lados se sitúa la transparencia —que ha de partir de una base informativa completa y veraz y desembocar en una correcta formación de los precios de los valores— y la protección de los inversores"⁶. En este sentido, es necesario que "... exista una infraestructura jurídica que permita que el mercado cumpla de la manera más eficiente las funciones económicas que le están atribuidas, como son las de permitir una relación fluida y transparente entre ahorradores y emitentes de títulos para conseguir la canalización de los ahorros hacia las inversiones más productivas"⁷.

5 Si bien estas aseveraciones están referidas a la Ley n.º 19301, son igualmente aplicables a la Ley de apas, ya que si bien ambas normativas contemplan diferentes temáticas, comparten los objetivos enunciados —Novoa Galán, R. y Novoa Muñoz, G. *Derecho del mercado de capitales*. Editorial Jurídica de Chile, 2.º ed., Santiago: 1997, p. 65—.

6 Tapia Hermida, ob. cit., p. 1388.

7 Bercovitz, A. *El derecho del mercado de capitales*. En: *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Editorial Lex Nova, año 8, n.º 29, Valladolid: 1988, p. 102. La eficiencia, entendida como maximización de la riqueza, es entonces la "... ausencia de despilfarro o utilización de los recursos económicos que reporta el máximo nivel de satisfacción posible con los factores y la tecnología dados. Resultado económico en el que ninguna reorganización ni comercio podría aumentar la utilidad o satisfacción de una persona sin reducir la de alguna otra" —Samuelson, P. *Economía*. Mac Graw Hill Editores, 14.ª ed., Madrid: 1994, pp. 896 y 897—.

Por su parte, el principio de transparencia se encuentra íntimamente vinculado al de información, ya que para que el mercado de valores funcione adecuadamente es imprescindible que los inversores actúen debidamente informados y que la información puesta a su disposición sea lo suficientemente confiable, en el entendido de que tomarán sus decisiones basados en tales antecedentes. La fe pública que se deposita sobre esta información es la principal herramienta jurídica para la seguridad económica de los mismos inversores. En consecuencia, "... todas las entidades emisoras de títulos que se ofrecen públicamente o se negocian en el mercado de capitales deben estar legalmente obligadas a ofrecer una información fidedigna, suficiente, efectiva, actualizada, continua e igual para todos"⁸.

A su vez, el principio de protección al inversionista comprende dos ámbitos: uno concreto y otro general. En el primero, este principio se refleja en la necesidad de evitar actuaciones ilegítimas que puedan afectar a uno o más inversionistas. En el segundo, el postulado se encuentra íntimamente ligado al principio de igualdad o equidad que debe reinar entre los mismos. Luego, la mejor manera de protegerlos será evitar otorgarles ventajas a determinados operadores. Así, desde este ámbito, el principio en comento "... pretende generar un marco de confianza pública sobre el debido comportamiento del mercado, que permita atraer inversores al mismo, y con él permitir que el mercado cumpla su función de canalización de ahorro hacia la inversión"⁹.

Como se aprecia, la principal función del mercado de valores consiste en potenciar el ahorro y canalizarlo hacia la inversión, ya que muchas veces los sujetos que tienen capacidad para ahorrar no tienen los conocimientos necesarios para invertir de manera rentable —inversionistas—. A su vez, aquellos que tienen esos conocimientos no cuentan con la capacidad de ahorro que tienen los primeros —empresas—.

8 Bercovitz, ob. cit., p. 105.

9 Cachón Blanco, J. E. *El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliarios: aspectos teóricos y prácticos*. En: *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Editorial Lex Nova, año 13, n.º 55, Valladolid: 1994, p. 637.

De esta manera, las sociedades de capital, especialmente las anónimas¹⁰, actúan dentro del mercado de valores para obtener el financiamiento necesario para sus inversiones y, en este sentido, es importante mencionar que estas son "... los principales emisores de valores que se negocian en el mercado"¹¹. De ahí la importancia que tienen estas compañías como tipo organizacional empresarial fundamental para lograr un mercado de valores desarrollado y transparente, por su impacto en la economía, en el ahorro e inversión. Por esta razón, era necesaria una regulación especial del gobierno corporativo en Chile, sobre todo teniendo en consideración que "... los principios de gobiernos corporativos han sido incorporados a los mercados de valores en general (...) [y] (...) en el caso de los nuevos mercados [como el chileno] estos principios son abordados como fundamentos del desarrollo de los mercados"¹².

En primer lugar, se precisará que, al igual que el concepto de mercado de valores, el de gobierno corporativo responde a criterios económicos más que jurídicos y que, además, en la doctrina no existe una sola noción aceptada al respecto, en forma unánime. Frente a esta última consideración, y para efectos de esta exposición, se entenderá que se trata de "... aquel sistema, reglas y procedimientos por los cuales se dirigen y controlan los negocios corporativos de las empresas, estableciéndose derechos y obligaciones entre las diferentes personas involucradas en la misma: propietarios, directores, ejecutivos, accionistas y empleados"¹³. Según la Organización para la Cooperación y el

10 Según el artículo 2.º de la Ley n.º 18046 sobre Sociedades Anónimas, publicada en el Diario Oficial del 22 de octubre de 1981, las sociedades anónimas abiertas son "... aquellas que hacen oferta pública de acciones en conformidad a la Ley de Mercado de Valores; aquellas que tienen 500 ó más accionistas y aquellas en las que a lo menos el 10% de su capital suscrito pertenece a un mínimo de 100 accionistas".

11 Tapia Hermida, ob. cit., p. 1383. Según Sánchez Álvarez se trata de "... la forma de organización de empresa más eficaz que se conoce debido, en gran medida, a la combinación de cuatro factores: la limitación de responsabilidad del socio; la división de trabajo interna; su personificación, y la incorporación de la condición de socio a un título-valor, la acción" —Sánchez Álvarez, M. M. *Fundamentos y antecedentes del régimen de información y transparencia en las sociedades cotizadas*. En: *La Sociedad Cotizada*, Colección Garrigues, Editorial Marcial Pons, Madrid: 2006, p. 76—.

12 Superintendencia de Valores y Seguros. *Una mirada conceptual a la reforma de mercado de capitales I*. En: *Serie de Documentos de Discusión, El Desafío de los Nuevos Mercados: una Alternativa de Inversión y Financiamiento para Chile*, Santiago: 2002, p. 125.

13 Olese Santoja, A. *Teoría y práctica del buen gobierno corporativo*. Editorial Marcial Pons, Madrid: 2005, p. 37.

Desarrollo Económico" (OECD, por su sigla en inglés) se refiere a "... los medios internos por los cuales las compañías son operadas y controladas"¹⁴.

Un buen gobierno corporativo debe asumir como punto de partida que una de las principales características de las sociedades anónimas es la separación que existe entre la propiedad —accionistas o inversionistas— y la administración-control —directivos o administradores—, lo cual provoca conflictos de interés entre ambos grupos, debido, principalmente, a problemas de agencia y uso de información privilegiada, que se manifiestan en "... el abuso de la mayoría sobre la minoría y el abuso por parte de los administradores de sus facultades de gestión"¹⁵. Por lo tanto, un buen sistema de gobierno corporativo debe alinear ambos grupos, minimizando de esta manera los costos de agencia o de expropiación asociados¹⁶.

En los mercados de valores más desarrollados se ha protegido a los accionistas que enfrentan el problema de agencia, reduciendo consecuentemente los costos involucrados, a través de tres mecanismos:

a) Protección legal a través del deber de información que debe existir entre directores y accionistas.

14 Benavides Franco, J. *Historia del gobierno corporativo en el mundo*. En: Boletín Corporate Governance, n.º 57, Centro Nacional de Gobierno Corporativo - Confecámaras, Bogotá: 2004, p. 12. La OECD es un organismo de carácter internacional e intergubernamental que ha efectuado una serie de recomendaciones para la implementación del sistema de gobierno corporativo, muchas de las cuales han sido adoptadas en Chile. El 16 de mayo del 2007, el Gobierno recibió una invitación del Consejo Ministerial de la OECD con el propósito de iniciar negociaciones para ingresar al organismo en respuesta a su solicitud oficial de incorporación a la OECD, formulada el año 2003. En consecuencia, y dado que Chile ha seguido sus lineamientos en algunas materias y ha sido invitado a iniciar negociaciones para una posible incorporación a este organismo, este concepto cobra especial relevancia en cuanto el gobierno corporativo no ha sido definido en la legislación nacional.

15 Sánchez Álvarez, ob. cit., p. 79.

16 Los costos de agencia o de expropiación comprenden todos los costos que deben asumir los accionistas para prevenir que los administradores actúen ineficientemente o motivados por intereses distintos al social, más la pérdida de valor inherente a la imposibilidad de prevenirlo totalmente, en atención a que cualquier supervisión será siempre imperfecta.

b) Un mercado activo por el control de la corporación¹⁷, que permita reemplazar a aquellos ejecutivos o administradores que descuiden sus deberes y obligaciones.

c) La compensación de los gerentes y altos ejecutivos de la empresa en concordancia con los intereses de los primeros, generando "... incentivos a sus agentes en la forma de bonos, remuneraciones amarradas a desempeño, *stock options* o despido condicionado"¹⁸.

Se debe destacar que los gobiernos corporativos responden a un fenómeno global destinado a lograr un mayor valor de las empresas, un mejor funcionamiento del mercado de valores local y una mayor riqueza para las naciones. Frente a este escenario, la OECD elaboró una serie de principios que se consagran en sus recomendaciones para la implementación de sistemas de gobierno corporativo, los cuales se incorporaron al menos en parte a la legislación chilena a través de las modificaciones introducidas por la llamada Ley de Opas. Talas postulados son los siguientes:

a) Asegurar las bases para un marco eficiente de gobierno corporativo.

b) Los derechos de los accionistas y las principales funciones de la propiedad.

c) El tratamiento equitativo de los accionistas.

d) El rol de los grupos de interés o *stakeholders* en el gobierno corporativo.

e) Divulgación de la información y transparencia.

f) La responsabilidad de la administración —directorio—.

De esta manera, se hará referencia exclusivamente al principio de divulgación de la información y transparencia. Conforme a este

17 Lefort, F. Gobierno corporativo: ¿qué es? y ¿cómo andamos por casa? En: Cuadernos de Economía, n.º 120, año 40, Santiago: 2003, p. 214.

18 Ibidem, p. 214. Otros mecanismos de incentivo o compensación para los ejecutivos o agentes, diseñados para alinear sus intereses a los de los accionistas, son: *restricted shares*, *phantom shares*, *stock appreciation rights (sars)*, *performance shares* y la compra financiada de acciones.

postulado, "... el marco regulatorio del gobierno corporativo debe asegurar que en forma regular y precisa se presente la información relativa a las materias que dicen relación con la empresa, incluyendo su situación financiera, desempeño, propiedad y gobierno de la misma"¹⁹. La revelación de información por parte de la compañía debe incluir, pero no limitarse, a entregar información sustancial sobre: (i) resultados financieros y operacionales; (ii) accionistas mayoritarios y derecho a votación; (iii) políticas de remuneración para miembros del directorio y altos ejecutivos, así como las calificaciones y procesos de selección de estos últimos, entre otras; (iv) transacciones con terceros relacionados; (v) problemas relacionados con empleados y otros *stakeholders*²⁰ que pudiesen afectar el desempeño de la empresa y (vi) estructura y políticas del gobierno corporativo de la compañía.

A continuación se analizará cómo el principio de transparencia en el uso de la información se ve plasmado en la normativa específica nacional referida al mercado de valores y a los gobiernos corporativos, en cuanto se trata de una metodología esencial utilizada por ambas para lograr los fines que les son propios y que se han expuesto. Así mismo, se verá esta temática a la luz del análisis económico del derecho.

2. Transparencia en el uso de la información como método esencial común empleado por las normas de conducta del mercado de valores y las normas de buen gobierno corporativo de las sociedades anónimas

2.1. Transparencia en el uso de la información como método esencial empleado por las normas de conducta del mercado de valores

La estructura del mercado de valores chileno comprende muchos agentes intervinientes —emisores, intermediarios e inver-

19 OECD. *The corporate governance framework should ensure that timely and accurate disclosure is made on all material matters regarding the corporation, including the financial situation, performance, ownership, and governance of the company*. En: OECD Principles of Corporate Governance, 2004, p. 22. Disponible en: www.oecd.org.

20 Los *stakeholders* son "... todas las personas involucradas en el ámbito del negocio, tales como: trabajadores, proveedores, clientes, competidores, reguladores y comunidad, entre otros". En: Wigodsky, T. y Zúñiga, E. *Gobierno corporativo después de la ley de Opas*. En: Cuaderno de Economía, Departamento de Ingeniería Industrial, Universidad de Chile, año 40, n.º 120, Santiago: 2003, p. 8.

sionistas²¹ —, razón por la cual las normas de conducta contempladas en la LMV se aplican, en principio, a todos ellos. Esto, siempre y cuando estén estructurados como sociedades anónimas, actúen como emisores de valores y no exista una ley especial que disponga lo contrario²².

En lo sustancial, estas normas establecen una serie de obligaciones generales que deben cumplir los emisores de valores de oferta pública para garantizar el uso transparente de información. Debe recordarse que los principales emisores de valores de oferta pública son las sociedades anónimas abiertas. Por consiguiente, estas deben cumplir las siguientes obligaciones:

2.1.1. Inscripción en el registro de valores a cargo de la Superintendencia de Valores y Seguros, el cual estará a disposición del público

Según el artículo 5.º de la LMV están obligados a inscribirse en este registro: (i) los emisores de valores de oferta pública; (ii) los valores que sean objeto de oferta pública; (iii) las acciones de las sociedades anónimas y sociedades en comandita en las que, a lo menos, el 10% de su capital suscrito pertenezca a un mínimo de 100 accionistas, excluidos los que individualmente o a través de otras personas naturales o jurídicas excedan dicho porcentaje, o que tengan 500 accionistas o más y (iv) las acciones emitidas por sociedades que lo soliciten voluntariamente. Las compañías que inscriben sus valores y se inscriben como emisoras, por mandato legal o voluntariamente, adquieren el derecho correlativo de ofrecer públicamente sus valores, siempre que tal inscripción haya sido debidamente autorizada por la Superintendencia de Valores y Seguros.

Los artículos 14 y 15 de la LMV facultan a la Superintendencia de Valores y Seguros para suspender la oferta, las cotizaciones o las

21 Para estos efectos se recomienda revisar el anexo de este trabajo, el cual contempla un cuadro explicativo de la estructura del mercado de valores chileno.

22 Las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores no se aplican a los valores emitidos por el Estado por las instituciones públicas centralizadas o descentralizadas y por el Banco Central de Chile. Sin embargo, la Circular n.º 575, emitida por la Superintendencia de Valores y Seguros, el 30 de diciembre de 1995, obliga a las empresas del Estado a inscribirse como emisores de valores en el Registro de Valores, que tiene a su cargo.

transacciones de cualquier valor y a cancelar su inscripción en el registro de valores en las hipótesis que en ellos se contemplan. Lo anterior, en plena concordancia con lo dispuesto en los literales a) y e) del artículo 3.º del DL 3538, que señala: "Corresponde a la SVS la superior fiscalización de: a) Las personas que emitan o intermedien valores de oferta pública (...) [y] e) las sociedades anónimas".

Por su parte, el artículo 57 de la LMV dispone que si esta cancelación pro-

duce algún perjuicio a los tenedores de valores cuya inscripción ha sido cancelada, el emisor deberá indemnizar los perjuicios causados. Además, se establece una sanción penal en el artículo 60 de la misma normativa, para aquellos "... que hicieron oferta pública de valores sin cumplir con los requisitos de inscripción en el registro de valores (...) [o] lo hicieron respecto de valores cuya inscripción hubiere sido suspendida o cancelada".

Si existen deficiencias en la información entregada o si no se cumplen los requisitos expuestos, la superintendencia podrá suspender el inicio o continuación de la oferta hasta por un plazo de 15 días

La obligación de inscripción en el registro de valores, a cargo de la Superintendencia de Valores y Seguros, se vincula, directamente, con el deber de divulgar información esencial y con las responsabilidades de carácter civil, administrativo y penal que arriesgan quienes califiquen dolosa o culposamente un hecho o antecedente como reservado sin cumplir los requisitos que para estos efectos dispone el artículo 10 de la LMV.

2.1.2. Obligación de divulgar información esencial. Hechos reservados

El artículo 9.º de la ley dispone: "La inscripción en el registro de valores obliga al emisor a divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna toda información esencial respecto de sí mismo, de los valores ofrecidos y de la oferta". "Información esencial" es definida como: "Aquella que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre inversión". Con el objeto de simplificar, ordenar y estandarizar la información que los emisores deben presentar a la Superintendencia de Valores y Seguros y al público en general este organismo emitió la Norma de Carácter General n.º 30, el 10 de noviembre de 1989, y la Circular n.º 687, el 13 de febrero de 1987.

Según dispone la primera disposición: "Deberá señalarse todo hecho o información esencial o relevante, que tenga o pueda tener en el futuro, influencia o efecto en el desenvolvimiento de los negocios de la entidad, en sus estados financieros, en sus valores o en la oferta de ellos"²³. A su vez, la Ley n.º 20190 —en adelante, Ley de Mercado de Capitales II (MK2)—, publicada en el Diario Oficial del 5 de junio del 2007, incorporó como nuevo artículo 13 de la LMV, el siguiente texto: "La superintendencia determinará, mediante norma de carácter general, los medios alternativos a través de los cuales las sociedades fiscalizadas podrán enviar o poner a disposición de sus accionistas y demás inversionistas, los documentos, información y comunicaciones que establece esta ley".

Esta norma viene a reforzar la obligación contenida en el artículo 9.º de la misma ley, sobre todo en lo relativo a la oportunidad en la entrega de la información, permitiendo que, a través de la norma de carácter general que dicte para estos efectos, la superintendencia autorice y reglamente el uso de "... los medios tecnológicos que cuiden [su] integridad, autenticidad y durabilidad, que aseguren su fidelidad al original". Lo anterior, de conformidad con el literal ñ) del artículo 4.º del Decreto Ley n.º 3538 de 1980, que creó la Superintendencia de Valores y Seguros.

La obligación de divulgar información esencial implica que el emisor de acciones debe "... informar oportunamente al mercado de cualquier decisión que adopte, o hecho que le afecte, positiva o negativamente, si tal circunstancia puede alterar, para bien o para mal, el precio de dichas acciones"²⁴. Es decir, esta incluirá cualquier hecho que influya o pueda influenciar positiva o negativamente en los

23 Norma de Carácter General n.º 30, proferida por la Superintendencia de Valores y Seguros, p. 8. Disponible en: www.svs.cl.

24 Novoa Galán y Novoa Muñoz, ob. cit., p. 66. Por ejemplo, se consideran como hechos esenciales: una disminución importante del valor de los activos de la empresa; las contingencias que puedan afectar significativamente, sea en forma positiva o negativa, los activos y/o patrimonio de la empresa, tales como juicios, conflictos laborales, reclamos por actividades monopólicas, otorgamiento de garantías a favor de terceros o a favor de la empresa por terceros u otros eventos similares; los acuerdos relativos a la creación, modificación o supresión de preferencias, de transformación, fusión y división de sociedades; el acuerdo de concurrir a la formación de sociedades coligadas o filiales y la renuncia o revocación del directorio y la renuncia o remoción del gerente general de la compañía, entre otros eventos.

negocios de la sociedad o en el desempeño de sus acciones. Por lo tanto, deberá contener antecedentes generales, económicos y financieros de la entidad, así como los hechos relevantes o esenciales que le afecten.

De esta manera, serán adecuadamente protegidos los intereses de los operadores del mercado, especialmente de los inversionistas, ya que este mecanismo asegura que "... la cotización del valor incorpore todas las expectativas que, en un momento dado, existan sobre un determinado emisor"²⁵. Por intermedio de la intervención del legislador en esta materia se busca disminuir la asimetría de información entre los mismos inversionistas, permitiendo que cada uno acceda y maneje la misma cantidad y calidad de información, asumiendo con esto el mismo grado de exposición al riesgo inherente a esta actividad.

En uso de sus facultades disciplinarias, la Superintendencia de Valores y Seguros vela porque la información puesta a disposición del público sea veraz, suficiente, oportuna y relevante. Así mismo, verifica que los registros, anotaciones y documentos sean llevados legalmente y que la información proporcionada al público sea realmente la que consta en tales registros y documentos. Incluso, puede cancelar la inscripción en el registro de valores por resolución fundada cuando: "... durante la vigencia de la emisión, el emisor entregare al registro de valores, a las bolsas o a los corredores o agentes de valores, informaciones o antecedentes falsos". O bien, cuando "... con ocasión de su oferta en el mercado, el emisor difundiere noticias o propagandas falsas" (LMV, art. 15, lit. d), núm. 2 y 3).

Esta sanción administrativa debe entenderse complementada por las sanciones civiles y penales establecidas en los artículos 55, 57, 59 y 61 de la LMV. Si estas actividades prohibidas por el legislador son ejecutadas por personas jurídicas —como es el caso de las sociedades anónimas—, por ellas "... 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" (inc. 2.º). Lo mismo ocurre frente a la infracción de las demás normas de conducta contempladas en la LMV.

25 Olivera, P. *Las normas de conducta. Régimen de la información privilegiada, hecho relevante y manipulación de mercado*. En: *La Sociedad Cotizada*, Colección Garrigues, Editorial Marcial Pons, Madrid: 2006, p. 914.

Además, la información considerada como hecho esencial o relevante está sujeta a la normativa referida al uso de información privilegiada, ya que su difusión "... representa la fecha a partir de la cual es posible actuar con uso de una información determinada por parte de quien la tuviera con anterioridad"²⁶. Esta se vincula, también, al tema de las operaciones con partes relacionadas, instituciones que se estudiarán a lo largo de este trabajo.

Por su parte, el inciso 3.º del artículo 10 de la LMV permite dar el carácter de "reservado a ciertos hechos o antecedentes que se refieran a negociaciones aún pendientes que al conocerse puedan perjudicar el interés social". Esta decisión será adoptada "con la aprobación de las tres cuartas partes de los directores en ejercicio" o bien, por todos los administradores en caso de emisores no administrados por un directorio u otro órgano colegiado, quedando sometidos a las sanciones prescritas en el artículo 55 de la misma ley, es decir, a responsabilidad administrativa, civil y penal, si votaron favorablemente a calificar un hecho o antecedente como reservado, actuando dolosa o culposamente.

También debe ser informada a la entidad fiscalizadora la calidad de reservados que se les confiere a estos hechos o antecedentes, al día siguiente a su adopción, a través de una comunicación "... suscrita por los directores o administradores que concurrieron al acuerdo. Presentándose en sobre cerrado señalándose, en letras destacadas que se trata de un hecho reservado"²⁷.

2.1.3. Divulgación de la información relativa al cambio de control y la oferta pública de adquisición de acciones (opa)

El artículo 198 de la Ley n.º 18045 define a la oferta pública de adquisición de acciones como: "Aquella que se formula para adquirir acciones de sociedades anónimas que hagan oferta pública de sus acciones o valores convertibles en ellas, que por cualquier medio ofrezcan a los accionistas de aquellas adquirir sus títulos en condiciones que permitan al oferente alcanzar un cierto porcentaje de la sociedad y en un plazo determinado".

26 Ibidem, p. 915.

27 Norma de Carácter General n.º 30 de la Superintendencia de Valores y Seguros, cit., p. 28.

Por su parte, el artículo 199 establece las operaciones en las cuales debe llevarse a cabo una opa²⁸:

- a) Cuando una persona intenta tomar el control de una sociedad o,
- b) Cuando cualquier adquisición de acciones lleve al controlador a alcanzar los dos tercios o más de las acciones emitidas con derecho a voto o serie, en su caso. En esta situación, el controlador deberá llevar a cabo una opa para adquirir el remanente de acuerdo a lo prescrito en el artículo 69 ter de la LSA o bien,
- c) Cuando una persona pretenda tomar el control de una sociedad que tenga a su vez el control de otra que haga oferta pública de acciones y que represente un 75% o más del valor de su activo consolidado. En este caso, deberá previamente efectuar una opa por esta última.

Antes del 2000, esta materia se encontraba regulada en el artículo 54 del título IX de la LMV. La Ley de Opas introdujo cambios a este artículo y agregó a la LMV el título XXV —“De la oferta pública de adquisición de acciones”—. Uno de los objetivos principales que tuvo en cuenta el legislador al momento de su elaboración fue disminuir los abusos que cometen los controladores²⁹ en desmedro de los accionistas minoritarios³⁰,

28 La misma disposición legal exceptúa las operaciones que ella indica.

29 Controlador es aquel que “... tiene la capacidad de asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores, como cuando sin tener ese porcentaje, se tiene la capacidad de controlar al menos un 25% del capital con derecho a voto, siempre que no exista otro operador con un porcentaje igual o mayor, o teniendo un porcentaje de entre el 25% y el 40%, siempre que él sea inferior a la suma de las participaciones de los demás socios o accionistas con más de un 5% de dicho capital y, por último, cuando así lo determine la propia superintendencia” —Pfeffer Urquiaga, F. *Nuevas regulaciones en las tomas de control y oferta pública de adquisición de acciones*. En: *Revista Chilena de Derecho*, Sección Estudios, vol. 28, n.º 1, Santiago: 2001, p. 123—.

30 Hay quienes estiman que “... los principios en que aparece inspirada la nueva ley suponen (...) un punto de partida equivocado. En efecto, el hecho de consagrar, por un lado, un sistema de opa obligatorio para transferir el control y, por el otro, exigir que el premio que se pague por aquel se comparta entre todos los accionistas, implica desconocer tanto la facultad de disposición inherente al derecho de dominio, como privar a su titular de una parte del valor de aquella cosa que, perteneciéndole, ha optado por enajenar (...) se escoge la vía de privilegiar las transferencias de riqueza desde sus legítimos dueños —accionistas controladores— a quienes no poseen esta condición —accionistas minoritarios— y, además, sin que ello importe sacrificio pecuniario alguno para estos últimos” —Alcalde Rodríguez, E. *Regulación sobre la venta del control en la Ley de Opas: ¿un caso de inequidad o simplemente un error?* En: *Revista Chilena de Derecho*, vol. 28, n.º 3, Sección Estudios, Santiago: 2001, p. 612—.

evitando la expropiación de estos últimos en la toma de control de la compañía³¹.

Por lo tanto, para adquirir el control de las sociedades anónimas abiertas dispuso como mecanismo obligatorio³² a las opas. Así, "... se permitiría a los accionistas externos participar en la prima de control pagada y, eventualmente, salir de la sociedad frente a la entrada de un nuevo controlador"³³. Además, perfeccionó los procedimientos a través de los cuales se debe informar esta situación al público, imponiendo nuevas obligaciones a los directores de la compañía, con el fin de evitar que alteren elementos de decisión de compra al momento de realizar una opa.

Como se señaló con anterioridad, este mecanismo resguarda los derechos de los accionistas minoritarios a través del principio de información, el cual "... se perfila en el otorgamiento de amplias garantías informativas en los procesos de toma de control"³⁴. A continuación se enunciarán algunas de las garantías informativas establecidas para favorecer a los accionistas:

a) El oferente debe anunciar públicamente³⁵ su intención de realizar una OPA, publicando "un aviso"³⁶ informando del inicio de la

31 Esto ocurrió en Chile en el denominado "caso Chispas".

32 "Con todo, bajo ciertos supuestos, permite que las transferencias del control se inspiren en la regla de mercado, autorizando una negociación privada entre controlador entrante y saliente, sin participación del minoritario, lo que equivale también a permitir el modelo de opa facultativa" —Pfeffer Urquiaga, ob. cit. nota 28, p. 127—.

33 Bernet Pérez, M. A. *El gobierno de las sociedades abiertas*. En: *Revista Derecho* (on line), vol. 16 Valdivia: 2004, p. 13. Disponible en: www.scielo.cl, ISSN 0718-0950.

34 Bernet Pérez, M. A. *El fenómeno de las opas en el mercado de valores. Memoria para optar al grado de licenciado en Ciencias Jurídicas de la Universidad Adolfo Ibáñez*, Viña del Mar: 2001, p. 51. Según la opinión del autor, este principio ha informado la normativa británica pionera sobre la materia, el *City Code of Takeovers and Mergers*, cuyo principio general cuarto consagra "... el derecho de todos los accionistas a recibir la misma información", al desarrollar el principio general primero, conforme al cual, "... todas los accionistas de la misma clase de la sociedad afectada deben recibir un trato paritario del oferente" —Ibíd., pp. 51 y 52—.

35 Esta operación va dirigida a todos los dueños de las acciones, a los que se les ofrece un precio determinado de adquisición para cada uno de los títulos, en un periodo de tiempo indicado.

36 Según prescribe el mismo artículo, este aviso "... debe ser destacado y publicarse el día previo al inicio de la vigencia de la oferta en, a lo menos, dos diarios de circulación nacional".

vigencia de la oferta de adquisición", según dispone el artículo 202 de la LMV. Por su parte, el artículo 208, establece que la oferta debe ir dirigida a todos los accionistas de la sociedad o de la serie de que se trate y deberán ser adquiridas a prorrata. En consecuencia, si el número de acciones ofrecidas a la venta supera la cantidad de las que se ha ofrecido adquirir, el oferente deberá comprarlas a prorrata a cada uno de los accionistas aceptantes. Esta disposición es fundamental, ya que evita que los oferentes negocien paquetes accionarios con los controladores. Si la oferta va dirigida a una serie específica de acciones, sus términos deberán ser precisados "en iguales condiciones para los accionistas de dicha serie", según el artículo 209.

b) El artículo 203 prescribe: "... el oferente deberá poner a disposición de los interesados, a contar de la fecha de inicio y durante la vigencia de la oferta [no debe ser inferior a 20 días ni superior a 30 días], un prospecto³⁷ que contenga todos los términos y condiciones de la oferta". Estos prospectos "... han permitido entregar al mercado la información necesaria sobre las características de la opa, la identificación del oferente y sus planes de negocios para la sociedad"³⁸.

c) El artículo 207 de la LMV detalla las obligaciones y restricciones a que quedarán sujetos, tanto la sociedad emisora de las acciones objeto de la referida oferta, como los miembros de su directorio, para garantizar la transparencia en el proceso de toma de control. Resulta destacable la obligación que se impone a los directores de la sociedad en el literal c) de esta disposición legal, quienes en cumplimiento de este precepto: "... deberán emitir individualmente un informe escrito con su opinión fundada acerca de la conveniencia de la oferta para los accionistas".

37 Se debe poner a disposición del público una copia de este prospecto en las siguientes oficinas: (i) de la sociedad por cuyas acciones se está haciendo la oferta, (ii) del oferente o de su representante, si lo tuviere, (iii) de las sociedades que sean controladas por la sociedad por cuyas acciones se hace la oferta y que hagan oferta pública de acciones, (iv) de la superintendencia y (v) de las bolsas de valores. La norma, además, enumera las menciones que debe contener: (i) identificación y antecedentes financieros del oferente, (ii) los objetivos y las características de la opa —precio y período de aceptación de acciones—, (iii) el plan de negocios pretendido y (iv) el procedimiento de aceptación de la oferta.

38 Lazén, V. y Sepúlveda, A. C. *Desarrollo de las tomas de control corporativo en Chile después de la Ley de Opas*. Superintendencia de Valores y Seguros, Serie Documentos de Trabajo, n.º 4, 2004, p. 34. Disponible en: www.svs.cl.

En este informe deberán indicar, además, "... su relación con el controlador de la sociedad y con el oferente, y el interés que pudiere[n] tener en la operación"²⁹. Este precepto se relaciona estrechamente con el mecanismo establecido en el artículo 44 de la LSA, que permite fiscalizar los negocios en que los directores de la compañía tengan interés por sí o como representantes de otra persona, que se analizarán detalladamente a propósito de las normas de conducta contempladas en la LSA.

d) El artículo 212 de la LMV, establece que al tercer día de la fecha de expiración del plazo de vigencia de una oferta o de su prórroga, el oferente deberá publicar en los mismos diarios en los cuales publicó el aviso del anuncio: (i) el resultado de la oferta, (ii) el desglose del número total de acciones recibidas, (iii) el número de acciones que adquirirá, (iv) el factor del prorrateo y (v) el porcentaje de control que alcanzará a raíz de la oferta. Esta información debe ser entregada, en la misma fecha, a la Superintendencia de Valores y Seguros y a las bolsas de valores.

e) La Superintendencia de Valores y Seguros podrá: "Formular observaciones y exigir al oferente antecedentes adicionales a los proporcionados, con el objeto que los inversionistas cuenten con la información veraz, suficiente y oportuna requerida para decidir si aceptan la oferta". Lo anterior, conforme a lo dispuesto por el artículo 214 de la LMV.

Si existen deficiencias en la información entregada o si no se cumplen los requisitos expuestos, la entidad podrá suspender el inicio o continuación de la oferta hasta por un plazo de 15 días, prorrogable por una vez y por el mismo término. Si vencido este plazo subsisten las causas que lo motivó "... la superintendencia dejará sin efecto la oferta por resolución fundada".

Igualmente, a este procedimiento le son aplicables las sanciones civiles y penales contempladas en los títulos X y XI de la LMV, en las

²⁹ Estos informes deben ponerse a disposición del público junto con el prospecto contemplado en el artículo 203. Además, debe entregarse copia del mismo a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores, al oferente y al administrador de la oferta, en su caso.

cuales incurrirán quienes infrinjan dolosa o culposamente lo establecido en esa normativa. Se hará especial mención a lo establecido en el literal f) del artículo 60, el cual establece la pena de presidio menor, en cualquiera de sus grados, para aquellos "... que defraudaren a otros adquiriendo acciones de una sociedad anónima abierta, sin efectuar una oferta pública de adquisición de acciones en los casos que ordena esta ley".

Este procedimiento, a través de las garantías enunciadas, les permite a los accionistas "... analizar la oferta y decidir con toda la información disponible su participación"⁴⁰ en la misma. Además, la ley regula ciertas conductas que son contrarias al mercado de valores y que se enunciarán a continuación.

2.1.3.1. Manipulación de precios

El artículo 52 de la LMV señala: "Es contrario a la presente ley efectuar transacciones en valores con el objeto de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente los precios". Esto, salvo que se cumplan las reglas generales impartidas por la Superintendencia de Valores y Seguros en caso de "... una oferta pública de valores nuevos o de valores anteriormente emitidos y que no habían sido objeto de oferta pública" (inc. 2.º).

2.1.3.2. Transacciones ficticias

El artículo 53 de la LMV prohíbe "... efectuar cotizaciones o transacciones ficticias respecto de cualquier valor", sea que estas se realicen en el mercado de valores o a través de negociaciones privadas. Además, el inciso 2.º señala: "Ninguna persona podrá efectuar transacciones o inducir o intentar inducir a la compra o venta de valores, regidos o no por esta ley, por medio de cualquier acto, práctica, mecanismo o artificio engañoso o fraudulento". El objeto de estas prohibiciones tiene como propósito garantizar la libre formación de los precios de los valores, permitiendo que respondan efectivamente al libre juego de los agentes económicos que participan en el mercado de valores.

40 Lozén y Sepúlveda, ob. cit., p. 34.

Las sanciones prescritas para quien manipule los precios o efectúe transacciones ficticias están tipificadas en los artículos 55 y 59, literal e), de la LMV y consisten en indemnizar los perjuicios causados, además de las administrativas y penales que, así mismo, pudieren corresponderle.

2.1.3.3. *Uso indebido de información privilegiada*⁴¹

El artículo 164 de la LMV define información privilegiada como: "... cualquier información referida a uno o varios emisores de valores, a sus negocios o a uno o varios valores por ella emitidos, no divulgada al mercado y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos⁴², como así mismo, la información reservada a que se refiere el artículo 10 de esta ley". También comprende aquella "... que se tiene de las operaciones de adquisición o enajenación a realizar por un inversionista institucional en el mercado de valores".

Para que se configure la información privilegiada, distinguiéndola de aquella que no reviste este carácter, la información debe: (i) ser desconocida e inaccesible para el público en general; (ii) ser precisa, seria y determinada, "con el objeto de evitar ambigüedades entre simples rumores no verificables o noticias sujetas a interpretaciones"⁴³; (iii) referirse a emisores de valores o a sus negocios y (iv) ser idónea "para modificar o alterar el precio o cotización de la acción, o el curso del título de una manera apreciable"⁴⁴.

Conforme a lo dispuesto en el artículo 165 de la LMV, los preceptos de esta normativa se aplican a todos aquellos "... que en

41 Este concepto "... nace como una consecuencia de la necesidad de mantener los principios que ordenan el buen funcionamiento, integridad y equilibrio de los mercados, como son la transparencia, igualdad y confidencialidad encaminados a tutelar eficientemente al inversionista y a la rentabilidad y liquidez de la inversión (...) surge como un instrumento preventivo, diseñado para evitar cualquier manipulación que pueda alterar la consecución de estos principios y preservar la neutralidad informativa" —Prado Puga, ob. cit., pp. 238 y 239—.

42 Es decir, comprende toda información que pueda ser considerada como esencial o relevante, según lo dispone el artículo 9.º de la Ley de Mercado de Valores.

43 Prado Puga, ob. cit., p. 244.

44 Ibídem, p. 245.

razón de su cargo, posición, actividad o relación tenga[n] acceso a información privilegiada"⁴⁵, respecto de la compañía o sus negocios. Estos sujetos están obligados a guardar estricta reserva⁴⁶ sobre la información privilegiada que posean y no pueden utilizarla en beneficio propio o ajeno, a través de la adquisición para sí o para terceros⁴⁷, directa o indirectamente, de los valores sobre los cuales versa.

Así mismo, deben abstenerse de sacar ventaja de la información privilegiada para obtener utilidades o para evitar pérdidas relativas a cualquier tipo de operación de valores o a instrumentos cuya rentabilidad esté determinada por esos valores, relacionados con la información que conocen. Tampoco pueden comunicarla a terceras partes ni recomendar la adquisición o enajenación de dichos valores y acciones, "... velando para que esto tampoco ocurra a través de sus subordinados o terceros de su confianza" (art. 165, inc. 1.º y 2.º).

El artículo 166 de la LMV estableció una serie de hipótesis en las cuales se presume, en forma simplemente legal, que las personas que enumera tienen acceso a información privilegiada. Esta disposición también fijó presunciones del mismo carácter, presumiendo que los sujetos que enumera poseen información privilegiada, en la medida en que puedan acceder directamente al hecho objeto de la misma.

El título XXI de la LMV sobre "información privilegiada" pretende tutelar principalmente la fe pública y la transparencia del mercado de valores, para procurar su eficiencia, asegurando la igualdad de trato entre los accionistas. Así mismo, "... representa una manera de enfrentar los conflictos de interés"⁴⁸, materia que, como se apuntó en su oportunidad, se vincula con los fines perseguidos por el legislador al reformar el gobierno corporativo de las compañías, lo cual se puede

45 Dentro de las personas sujetas a las normas de información privilegiada se puede mencionar a los directores de sociedades anónimas y a quienes desarrollan funciones administrativas en ellas.

46 Esta obligación no debe confundirse con el deber de reserva impuesto a los directores en el artículo 43 de la LSA.

47 El tercer inciso del artículo 165 exceptiona a los intermediarios de valores que tengan información privilegiada, respecto de operaciones por cuenta de terceros no relacionados con ellos, "... siempre que la orden y las condiciones específicas de la operación provengan del cliente, sin asesoría ni recomendación del corredor".

48 Novoa Galán y Novoa Muñoz, ob. cit., p. 70.

resumir en la disminución de los costos de agencia. A su vez, los tribunales de justicia chilenos han señalado que "... la utilización de la información privilegiada constituye un daño al sistema económico vigente y al desarrollo del mercado de valores en forma informada y transparente"⁴⁹.

Según indica el artículo 172 LMV, quienes resulten afectados por conductas que impliquen infracción a estas disposiciones tendrán derecho a demandar la indemnización de los perjuicios sufridos en contra de los infractores. Esta acción prescribe en el plazo de cuatro años, contados⁵⁰ desde la fecha en "... que la información privilegiada haya sido divulgada al mercado y al público inversionista" (inc. 2.º). Esto, sin perjuicio de las sanciones de carácter administrativo y penal que pudieren además aplicarse al infractor, en virtud de lo dispuesto en los artículos 55 y 60, literales d), e), g) y h) de la LMV.

Por último, se debe tener presente que existen, además, ciertas normas de conducta, contempladas en leyes específicas, que se aplican a los intermediarios e inversionistas en su calidad de tales y no por su configuración como sociedades anónimas. Incluso, hay leyes especiales que establecen diferentes exigencias en cuanto al uso y divulgación de información para ciertos emisores de valores que operan en el mercado, en función del rol que desempeñan, sus objetivos y características propias, como es el caso de los bancos e instituciones financieras del Estado, quien actúa como emisor de valores a través del Banco Central, la Tesorería General de la República y el Instituto de Normalización Previsional, de las sociedades securitizadoras, los fondos mutuos, los fondos de inversión y de los emisores extranjeros.

2.2. Transparencia en el uso de la información como método esencial empleado por las normas de buen gobierno corporativo de las sociedades anónimas

Como se señaló previamente, la Ley de Opas introdujo a la LSA una serie de normas de conducta referidas al buen gobierno corporativo,

49 Prado Puga, ob. cit., p. 269.

50 Antes de la reforma introducida por la MK2, esta acción prescribía en el plazo de un año.

que contemplan obligaciones referidas al uso adecuado de la información. Están destinadas a evitar la expropiación de los accionistas minoritarios y a disminuir los costos de agencia involucrados, resolviendo al menos parcialmente, los conflictos de interés que se presentan en esta materia y, por otro lado, a fomentar la transparencia en el mercado de valores nacional.

2.2.1. Reglas sobre responsabilidad de los directores, quienes deben adoptar sus decisiones con información plena

Según la OECD, gobierno corporativo es el sistema interno a través del cual las compañías son operadas, dirigidas, reguladas y controladas. En Chile, esta labor corresponde al directorio, elegido por la junta de accionistas de la compañía, en virtud de lo dispuesto en el artículo 31 de la LSA.

La Ley de Opas creó la categoría de ejecutivo principal, quien tiene las mismas responsabilidades que los directores en todo aquello que sea compatible con las que le corresponden por el cargo o función que desempeñan, según lo dispone el artículo 50 de la LSA y, "... en especial, las contempladas en los artículos 35, 36, 37, 41, 42, 43, 44, 45 y 46, según sea el caso". De esta manera, serán ejecutivos principales "... aquellas personas que ejercen facultades relevantes en la administración de las empresas"⁵¹, sea de representación o decisión. Esta reforma pretende que quienes tienen injerencia en la administración de la sociedad cumplan las mismas normas de conducta y asuman las mismas responsabilidades que los directores, a fin de evitar abusos en el gobierno corporativo de las sociedades.

El artículo 41 de la LSA señala: "Los directores deberán emplear en el ejercicio de sus funciones el cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios". La doctrina ha entendido que la diligencia exigida se cumple siempre y cuando la decisión se adopte: (i) contando con todos los antecedentes e informaciones que razonablemente se puede prever influirán en la decisión; (ii) actuando de buena fe o con la absoluta convicción de que la decisión adoptada es la que más conviene a los intereses de la

51 Bernet Pérez, M. A. *El gobierno de las sociedades abiertas...*, cit., p. 14.

sociedad; (iii) en ausencia de conflicto de interés, lo cual implica que la decisión adoptada no debe estar determinada por intereses distintos al social, incluso estos intereses deben estar alineados y (iv) que la decisión adoptada por el director no infrinja ninguna norma legal⁵².

Se está entonces en presencia de una "... obligación de medios, esto es, el director solo debe hacer sus mejores esfuerzos por desplegar una conducta diligente, esmerada, cuidadosa, informada, desinteresada y de buena fe, sin que le sea exigible un resultado concreto"⁵³. A su vez, el artículo 45 de la LSA, presume la culpabilidad de los directores en las hipótesis que contempla.

2.2.2. *Deberes de conducta referidos al uso de la información en operaciones con partes relacionadas o en la "autocontratación societaria"*

El artículo 44 de la Ley n.º 18046 establece un mecanismo que permite fiscalizar los negocios en que los directores de la compañía tengan interés por sí o como representantes de otra persona, para evitar los perjuicios que se pudieren causar por estas acciones a los accionistas minoritarios, ya que la operación comercial podría realizarse a valores inferiores o superiores a los del mercado, en desmedro de sus intereses.

La norma citada establece que la sociedad anónima solo podrá celebrar estos actos o contratos "... cuando dichas operaciones sean conocidas y aprobadas previamente por el directorio y se ajusten a condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado". Los acuerdos adoptados al respecto por el directorio deberán ser dados a conocer en la próxima junta de accionistas que se celebre e incluso esta materia deberá mencionarse en la respectiva citación. Tras imponerse de estas operaciones, eventualmente los accionistas podrían solicitar la revisión de su equidad por vía judicial.

52 Pfeffer Urquiaga, F. *El gobierno corporativo y la creación de valor en la S.A., responsabilidad del directorio, control societario*. Apuntes de clase del Magister en Derecho de la Universidad de Chile, 2007, p. 5.

53 Pfeffer Urquiaga, F. *El concepto de control societario, la administración de la sociedad anónima, los conflictos de interés y la potestad punitiva de la Superintendencia de Valores y Seguros en el contexto del denominado caso Chispas*. Revista Chilena de Derecho, vol. 32, n.º 3, Santiago: 2005, p. 523.

Para asegurar la eficacia de esta disposición, los incisos 2.º y 11.º del mismo artículo fijan una serie de hipótesis en las cuales se presume de derecho que existe interés por parte del director.

En los casos en que las actuaciones y relaciones de los directores no están contempladas por estas presunciones, "... la determinación de si tal situación es o no constitutiva de interés y la calificación de su entidad e importancia y la consecuente aplicación del procedimiento del artículo 44 de la LSA, quedan entregadas a su decisión comercial"⁵⁴. En consecuencia, se establece una norma de conducta relativa a la información, en

Si los directores infringen las obligaciones contempladas en la *Ley de Sociedades Anónimas*, serán solidariamente responsables de los perjuicios causados a la sociedad, a los accionistas o a terceros

atención a que "... el deber de lealtad que se ampara con la regulación del artículo 44 de la LSA debe entenderse complementado con las prohibiciones que, como expresión del mismo deber de lealtad, se imponen a los directores de sociedades anónimas por mandato del artículo 42 de la citada ley"⁵⁵, especialmente respecto de los numerales 3.º y 4.º, que prohíben ocultar información o entregar información irregular, falsa o incompleta, por sí o a través de terceros.

Por lo tanto, sea que se trate de alguna de las circunstancias contempladas por las presunciones de derecho establecidas en la norma legal citada o sea que el director deba calificar si una situación determinada es o no constitutiva de interés, en ambos casos "... el director está obligado a descubrir y revelar tal interés"⁵⁶. Además, al consagrar el concepto de "monto relevante"⁵⁷, en los incisos 4.º y 14.º

54. Pfeffer Urquiaga, F. *Aplicación del procedimiento del artículo 44 de la Ley de Sociedades Anónimas*. En: *Revista Actualidad Jurídica*, n.º 12, Universidad del Desarrollo, Santiago: 2005, p. 149.

55. *Ibidem*, p. 149. Este deber de lealtad impuesto a los directores también está relacionado con las prohibiciones contempladas en los numerales 1.º y 7.º del artículo 42 de la LSA.

56. *Idem*, p. 150.

57. Según lo dispone el inciso 14.º del artículo 44, debe entenderse que es de monto relevante "... todo acto o contrato que supere el 1% del patrimonio social, siempre que dicho acto o contrato exceda el equivalente a 2.000 unidades de fomento y, en todo caso, cuando sea superior a 20.000 unidades de fomento".

de la norma legal en comento, el legislador establece que en los casos en que el acto o contrato involucre montos relevantes, el directorio "... deberá pronunciarse previamente si este se ajusta a condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado". Si no es posible determinar las condiciones de equidad imperantes en el mercado, con la abstención del director interesado, el directorio podrá aprobar o rechazar la operación o designar a dos evaluadores independientes.

Estos actos y contratos y el nombramiento de los evaluadores tienen la calidad de hecho esencial, de conformidad con lo dispuesto en los artículos 9.º y 10.º de la LMV, con las consecuentes sanciones que trae aparejada su no divulgación. Por lo tanto, "... los informes de los evaluadores serán puestos a disposición de los accionistas y del directorio en las oficinas sociales al día siguiente hábil de recibidos en la sociedad, por el plazo de 20 días hábiles contado desde la fecha en que se recibió el último de esos informes, debiendo comunicarse por escrito a los accionistas tal hecho". Lo anterior, de conformidad con lo establecido por el inciso séptimo de la norma legal en comento.

Esta medida tiene relación directa con el uso de la información como mecanismo eficaz para lograr la transparencia del mercado de valores nacional. Esto sin perjuicio de la facultad que tiene el directorio de darle el carácter de reservado al acto o contrato como a los informes, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 10 de la LMV, pero con la abstención del director interesado. Por su parte, los accionistas que representen al menos el 5% de las acciones emitidas con derecho a voto pueden exigir al directorio que se cite a una junta extraordinaria de accionistas por estimar que la operación no es conveniente para la sociedad o por existir informes discordantes de los evaluadores designados, con el objeto de decidir si en definitiva se va a realizar o no la operación.

En lo referente a la obligación de informar, es necesario tener presente que "... el controlador o la persona relacionada que pretenda realizar la operación deberá poner a disposición del directorio, en forma oportuna, todos los antecedentes, informes, documentos y comunicaciones, referidos a esa operación". Estos igualmente deberán ser dados a conocer a los accionistas en el día siguiente hábil de haber sido recibidos por el directorio, tal como lo dispone el inciso 10.º del artículo 44.

Si bien la infracción por parte del director de este deber de conducta no afecta la validez de la operación, "... genera para los que lo han fraguado y para los terceros beneficiados con ellos la obligación de indemnizar a la sociedad y a los accionistas, los perjuicios que se les han causado"⁵⁸. En consecuencia, quedará sujeto a responsabilidad civil, penal y administrativa frente a la sociedad, los accionistas e, incluso, frente a terceros relacionados que pudieren haber resultado afectados, según lo prescrito en los artículos 44, inciso final, 133 y 133 bis de la LSA. Esto salvo que conste "... su falta de participación o su oposición al hecho constitutivo de infracción" (art. 133, inc. 2.º).

2.2.3. Otros deberes de conducta de los directores en materia de información

2.2.3.1. Obligación de entregar información esencial. Información reservada

Estas ideas centrales fueron desarrolladas al analizar el contenido, alcance y límites de las normas de conducta contenidas en los artículos 9.º y 10 de la LMV. Por su parte, la Superintendencia de Valores y Seguros "... determinará, mediante norma general, los medios alternativos a través de los cuales las sociedades fiscalizadas podrán enviar o poner a disposición de sus accionistas, los documentos, informaciones y comunicaciones que establece la ley". Lo anterior, según el nuevo artículo 137 bis de la LSA, introducido recientemente por la MK2, el cual reitera lo dispuesto en el artículo 13 de la LMV.

2.2.3.1.1. Obligación de no ocultar información ni de entregar información falsa

Conforme a lo dispuesto en el artículo 42 de la LSA, los directores no podrán: "Inducir a los gerentes, ejecutivos o dependientes o a los inspectores de cuentas o auditores, a rendir cuentas irregulares, presentar informaciones falsas y ocultar información" (n.º 3) ni "Presentar a los accionistas cuentas irregulares, informaciones falsas y ocultarles informaciones esenciales" (n.º 4). Por lo tanto, no pueden ocultar

58 Lyon Puelma, A. *Conflicto de intereses en las sociedades*. En: Revista Chilena de Derecho, vol. 29, n.º 1, Sección Estudios, Santiago: 2002, p. 64.

información ni entregar información irregular, falsa o incompleta por sí o a través de terceros. Estas normas de conducta, según se indicó previamente, están relacionadas con el deber de lealtad que inspira la normativa sobre operaciones con parte relacionada.

2.2.3.1.2. *Obligación de reserva*

El artículo 43 de la LSA señala: "Los directores están obligados a guardar reserva respecto de los negocios de la sociedad y de la información social a que tengan acceso en razón de su cargo y que no haya sido divulgada oficialmente por la compañía". Se trata, entonces, de un deber de abstención impuesto a cada uno de los directores de la sociedad con el objeto de evitar perjuicios a la misma y/o a sus accionistas, referido al debido cuidado que deben asumir respecto de la información que conocen y divulgan. A pesar de que esta obligación se refiere a información que generalmente tiene relación con hechos confidenciales no tiene la entidad suficiente para afectar la cotización de los valores, razón por la cual no reviste el carácter de esencial a que se refiere el artículo 9.º de la LMV.

Si bien podría pensarse a primera vista que esta obligación se vincula directamente con el carácter de reservado que se le confiere a ciertos hechos o eventos de conformidad con lo prescrito en el inciso 3.º del artículo 10 de la LMV, se trata de deberes absolutamente diferentes.

En este último caso, para que una información asuma el carácter de reservada es preciso que cumpla ciertos requisitos de forma —aprobación por las tres cuartas de los directores en ejercicio y manera en que se debe enviar a la Superintendencia de Valores y Seguros— y de fondo —referidos al contenido de la información, a saber, antecedentes de negociaciones pendientes, cuyo conocimiento pueda perjudicar el interés social—.

Se trata, entonces, de información que en principio debería ser comunicada a los accionistas, a la Superintendencia de Valores y Seguros y al público en general por revestir el carácter de esencial. Pero en presencia de los requisitos mencionados, debe guardarse reserva sobre la misma para evitar perjuicios al interés social. De esta manera, se libera a los directores de la obligación de entregar información esencial prescrita en el artículo 46 de la LSA, que se analizará a continuación.

2.2.3.1.3. *Obligación de entregar información suficiente, fidedigna y oportuna*

El artículo 46 de la LSA obliga a los directores a "... proporcionar a los accionistas y al público, las informaciones suficientes, fidedignas y oportunas que la ley y, en su caso, la superintendencia determinen respecto de la situación legal, económica y financiera de la sociedad". La información proporcionada por los directores será: (i) suficiente, cuando contenga "... todos los datos relevantes para que el inversor pueda valorar la inversión y sus expectativas"⁵⁹, sin perjuicio de lo establecido en el inciso 3.º del artículo 10 que alude a la posibilidad de dar a una información el carácter de reservada; (ii) fidedigna, toda vez que tenga una "contrapartida en la realidad, esto es que no sean falsas"⁶⁰ y (iii) oportuna, siempre que se divulgue en su debido momento, esto es apenas acontezca un hecho esencial o cuando se tome conocimiento del mismo, en su caso. Esta obligación legal se relaciona estrechamente con las disposiciones comprendidas en los artículos 9.º y 10, inciso 2º, de la LMV, ya analizados.

Además, se vincula con las obligaciones prescritas en los números 2.º y 3.º del artículo 42, en el entendido de que una de las características de la información que debe ser entregada por los directores a los accionistas y al público es que esta debe ser fidedigna y completa. Por lo tanto, deberá ser examinada previamente por expertos independientes, auditores externos, inspectores de cuentas o clasificadores de riesgo, en su caso.

2.2.3.1.4. *Obligación de no divulgar ni de utilizar información privilegiada*

Esta obligación ya fue analizada, a propósito de las normas de conducta consagradas en los artículos 164 y siguientes de la LMV. Implica que los directores no pueden revelar la información privilegiada que conozcan en razón de su cargo. Incluso, al establecer presunciones simplemente legales sobre quiénes tienen acceso a este tipo de información, los literales a) y d) del artículo 166 de la misma normativa

59 Bercovitz, A. y Benavides, R. *Estudios jurídicos sobre protección de los consumidores*. Editorial Tecnos, Madrid: 1987, p. 318.

60 Bernet Páez, M. A. *El fenómeno de las opas en el mercado de valores...*, cit., p. 26.

consideran a los directores, al disponer: "Se presume que tienen acceso a información privilegiada, las siguientes personas: a) los directores, gerentes, administradores y liquidadores del emisor o del inversionista institucional (...) y, d) los directores, gerentes, administradores, apoderados, asesores financieros u operadores, de intermediarios de valores"⁶¹.

Si los directores infringen las obligaciones contempladas en la LSA, serán solidariamente responsables de los perjuicios causados a la sociedad, a los accionistas⁶² o a terceros. Esto salvo que conste su falta de participación u oposición al hecho que constituyó la infracción, sin perjuicio de la responsabilidad administrativa⁶³ y penal que les pudiere caber por las infracciones cometidas y de las demás acciones establecidas en la misma ley, por aplicación de lo dispuesto en los artículos 133 y 133 bis de la misma normativa.

3. La información y el análisis económico del derecho

El análisis económico del derecho o *law and economics*, como se le ha denominado en la tradición jurídica del *common law* —en adelante, AED—, es un movimiento de pensamiento autónomo que teoriza interdisciplinariamente entre la ciencia económica —donde se encuentra el análisis económico en sí— y la jurídica —siendo, por tanto, el derecho el objeto a analizar económicamente—, a través del estudio e investigación de los efectos económicos de las normas jurídicas.

61 En este último caso, únicamente respecto de la información privilegiada definida en el inciso 2.º del artículo 164 y de la información que tuvieren sobre la colocación de acciones de primera emisión que se les hubiere encargado.

62 El inciso 2.º del artículo 133 bis señala expresamente: "Toda pérdida irrogada al patrimonio de la sociedad como consecuencia de una infracción a esta ley, su reglamento, los estatutos sociales o las normas que imparta la superintendencia, dará derecho a un accionista o grupo de accionistas que representen, a lo menos, un 5% de las acciones emitidas por la sociedad (...) a demandar la indemnización de perjuicios a quien correspondiere, en nombre y beneficio de la sociedad". Esta norma consagra la llamada "acción derivativa".

63 "Los artículos 30, 31, 39, 40, 41, 42, 44, 49, 50, 56 y 133 de la LSA imponen a los directores y gerentes de sociedades anónimas un conjunto de deberes y obligaciones cuya fiscalización corresponde ejercer a la SVS" —Pfeffer Urquiaga, F. *El concepto de control societario, la administración de la sociedad anónima, los conflictos de interés y la potestad punitiva de la Superintendencia de Valores y Seguros en el contexto del denominado caso Chispas...*, cit., p. 534—.

En efecto, se aplica la teoría económica al sistema jurídico, en cuanto este último "... abarca no solo las normas, sino también el funcionamiento de las instituciones y el comportamiento de los sujetos que operan en él"⁶⁴.

Esta aseveración resulta notable para efectos de este trabajo, ya que se intentará dilucidar si la respuesta normativa entregada en la LMV y en la LSA, a través de la incorporación y reforma de las normas de conducta sobre uso y divulgación de la información, realmente logra las finalidades principales tenidas a la vista, a saber: el funcionamiento eficiente y transparente del mercado de valores y el adecuado comportamiento de los administradores que operan en el gobierno corporativo de las sociedades emisoras de valores.

Uno de los aspectos que se debe tener en cuenta para entender esta teoría, es su punto de partida, el cual supone la maximización de la riqueza. Esta premisa no solo está presente en el comportamiento del individuo y en el derecho, sino también en el mercado. Así, todos ellos siguen una misma lógica. Por lo tanto, si el mercado funciona en equilibrio perfecto, el derecho solo opera como garante de los derechos fundamentales, pero si existen fallos que impiden su funcionamiento perfecto, la función del derecho será reducir los costos de transacción asociados.

En esta materia, los costos de transacción asociados son fundamentalmente la falta de transparencia y competitividad del mercado y los costos de agencia en el caso del gobierno corporativo. Entonces, la información será "... una condición necesaria para la existencia de un mercado de valores perfectamente competitivo"⁶⁵, constituyendo "... un bien público, con lo que se concluye que el legislador debe adoptar las medidas necesarias para asegurar la existencia de un flujo continuo de información básica a los mercados, pues con ello se facilita una mejor formación de los precios, al disminuir los costes de transacción derivados de la búsqueda de una información que, de otra manera, sería difícil, cuando no imposible, adquirir"⁶⁶.

64 Pastor, S. *Sistema jurídico y economía, una introducción al análisis económico del derecho*. Editorial Tecnos, Madrid: 1999, p. 15—.

65 Sánchez Álvarez, ob. cit., p. 113.

66 Ibidem.

Así mismo, la información reduce los costos de agencia inherentes a la relación inversionista-administrador, ya que permite precaver que los administradores actúen ineficientemente, utilizando menos esfuerzos y recursos para lograrlo.

La falta de información impide que el mercado funcione en equilibrio perfecto, ya que cuando los administradores saben más que los inversionistas o cuando los sujetos que intervienen en el mercado no cuentan con la información necesaria para participar en él, existe una asimetría en la distribución de la información. De esta manera, se presentan importantes costos de transacción, los que podrían reducirse notoriamente por el mecanismo del funcionamiento adecuado del mercado. "Pero las asimetrías severas pueden perturbar los mercados de tal modo que no se pueda alcanzar un óptimo social mediante el intercambio voluntario. Cuando ello ocurre, la intervención gubernamental en el mercado puede corregir idealmente las asimetrías de la información e inducir un intercambio más cercano al óptimo"⁶⁷.

Esto es lo que pretende lograr el legislador al exigir a los emisores de valores y a sus administradores ciertas conductas referidas a la información. De esta manera, se entiende que pretenden "... asegurar la llegada al mercado de un flujo de información suficiente, para lo que se impone la obligación de informar de cualquier hecho que pueda incidir de manera relevante en la marcha del mercado; se impone un contenido mínimo a la información; se garantiza que esa información es fiable; se asegura que esa información llega inmediatamente al mercado; y se impide que los que disponen de información confidencial se puedan prevalecer de ello"⁶⁸.

A través de sus normas —en este caso la LMV y la LSA—, el sistema jurídico crea incentivos para que los sujetos se comporten de la forma antes señalada respecto de la información de que disponen, afectando por intermedio de este método, "... al bienestar social global —efecto eficiencia— y a la distribución del mismo entre los distintos grupos e individuos —efecto distributivo o de equidad—"⁶⁹. Conforme

67 Cooley, R. y Ulen, Th. *Derecho y economía*. Fondo de Cultura Económica, México: 1998, p. 65.

68 Sánchez Álvarez, ob. cit., p. 89.

69 Pastor, ob. cit., pp. 26 y 27.

a lo anterior, y a través de los incentivos introducidos, el sistema jurídico solucionarí, al menos en parte, los problemas de asimetría de la información, reduciendo los costos asociados, generando una mayor eficiencia del mercado de capitales y una mejor distribución de sus beneficios entre inversionistas y administradores. En este último caso, debido a que la cantidad y calidad de información disponible potenciará la alineación de sus intereses, con la consecuente reducción de los costos de agencia involucrados.

Empero, si bien estas normas han asignado eficientemente los recursos al brindar mayor protección a los inversionistas individuales "... frente a los inversores institucionales y a los administradores de las sociedades cotizadas"⁷⁰ y al elevar los niveles de confianza en el mercado, aumentando su profundidad y liquidez —mediante la reducción de los costos de agencia y la existencia de un flujo continuo de información básica a los mercados—, se debe tener cuidado al momento de incorporar nuevas normas de conducta al ordenamiento jurídico. Esto, por cuanto una excesiva regulación podría generar mayores costos que beneficios, desalentando las inversiones y desincentivando algunas operaciones en el mercado de valores⁷¹.

4. Consideraciones finales

Como se pudo apreciar en el desarrollo de este trabajo, las normas de conducta que regulan el mercado de valores y el gobierno corporativo de las sociedades interactúan en los siguientes ámbitos: (i) desde el punto de vista de su método esencial, al cual se abocó en el desarrollo de este escrito —transparencia en el uso de la información—; (ii) desde la perspectiva de los sujetos a los cuales se aplican sus disposiciones —sociedades anónimas y sus administradores— y (iii) desde la óptica de sus objetivos —transparencia, eficiencia, protección al inversionista e igualdad con sus pares—.

70 Sánchez Álvarez, ob. cit., p. 115.

71 Algunos, como Sánchez Álvarez, sostienen: "... en la medida que los mercados de capitales son competitivos, estos son capaces de generar por sí mismos información acerca de sus productos, de lo que se desprende que la intervención del Estado en este punto es, como mínimo, innecesaria por redundante, cuando no perturbadora" —Sánchez Álvarez, ob. cit., pp. 113 y 114—.

Todos los operadores del mercado de valores, sea que participen en él como emisores, intermediarios o inversionistas, necesitan que el mercado funcione correcta y eficientemente, para así lograr cumplir los fines que buscaban al ingresar al mismo, a saber: captar recursos financieros en el caso de las sociedades anónimas y potenciar sus ahorros canalizándolos hacia la inversión, tratándose de inversionistas. La decisión de invertir en valores implica, necesariamente, exponerse a un riesgo para que el inversionista pueda determinar adecuadamente la relación entre este y la rentabilidad a obtener, pues este debe acceder en igualdad de condiciones a la información relevante que se difunde en el mercado sobre los mismos.

En este sentido, el principal objetivo al cual debe tender el ordenamiento jurídico chileno es la eficiencia del mercado de valores, estableciendo las directrices, normas y procedimientos adecuados para lograr la confianza y fe pública necesarias para maximizar sus utilidades personales. Estas ganancias beneficiarán a su vez a la sociedad, en su conjunto. No obstante, no se puede perder de vista que para lograr su cometido será indispensable instaurar la transparencia —en el uso de la información—, como "... requisito previo de negociación para todos los agentes económicos que participan en los mercados financieros integrados"⁷², debido a que la información entregada por los emisores debe incorporarse rápida y fielmente a los precios de los valores que transan en el mercado.

Para asegurar lo anterior, y a través del poder legislativo, el Estado ha dictado normas imperativas y prohibitivas destinadas a incentivar comportamientos leales en el uso y divulgación de información. Es en torno al principio de transparencia donde interactúan, entonces, las normas de conducta ya analizadas. Con base en este principio, se hizo necesario instaurar este método, que previene y sanciona normativamente las abstenciones o contravenciones cometidas mediante el uso y abuso de la información disponible.

En Chile, las normas referidas al principio de transparencia en el uso y divulgación de información están contempladas en los artículos

72 Considerando n.º 15 de la Directiva 2003/6/CE. Publicada en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas el 12 de abril del 2003. Citado por Tapia Hermida, ob. cit., p. 1385.

5.º, 9.º, 10, 52, 53, 164 y siguientes y 198 y siguientes de la LMV y en los artículos 41, 42, 43, 44, 46 de la LSA. Ambos conjuntos normativos forman un sistema ordenado y coherente, en el cual se sustenta todo el mercado de capitales, como queda demostrado por las remisiones entre preceptos de la LMV y de la LSA y por los vínculos conceptuales entre las materias tratadas por una y otra, según se señaló al desarrollar sucintamente estas disposiciones legales.

Desde una perspectiva subjetiva, estas normas rigen la conducta de las sociedades anónimas y sus administradores, siempre y cuando actúen como emisores de valores y no exista una ley especial que disponga lo contrario. Cabe considerar que si los intermediarios o inversionistas que

participan en el mercado de capitales están estructurados como sociedades anónimas y operan como tales, igualmente les serán apli-

cables las normas de conducta establecidas en la LSA referidas a las sociedades anónimas y a su buen gobierno, además de las normas de conducta que les son aplicables en su calidad de intermediarios o inversionistas, establecidas en la LMV y en leyes especiales.

Sus objetivos comunes —transparencia, eficiencia, protección al inversionista e igualdad entre los inversores— resultan adecuadamente protegidos por estas normas de conducta. Esto por cuanto inciden en notables mejoras de las condiciones de eficiencia del mercado de valores, gracias a la adecuada protección que se brinda al inversor y la igualdad que se asegura de esta manera en las relaciones entre este y sus pares, al disminuir los costos de transacción intrínsecos a los problemas de asimetría en la información.

La reducción de tales costos responde a la fijación de precios implícitos en las conductas reguladas por las normas estudiadas, a través del establecimiento de sanciones por su infracción. Ello permite reducir los costos de agencia asociados a las normas sobre gobiernos corporativos y lograr un mercado más profundo y eficiente.

Respecto a esta última consideración, es preciso tener presente que aunque las normas de conducta establecidas en la LMV y en la

Hay quienes plantean que no es necesario introducir normas de conducta sobre uso y divulgación de información, argumentando que los mercados de capitales las pueden producir per sé.

LSA persiguen los mismos objetivos mediatos y comparten la misma metodología, a primera vista podría pensarse que divergen en sus objetivos inmediatos. Si bien las normas referidas al mercado de valores buscan lograr los fines mediatos e inmediatos ya expuestos —transparencia, eficiencia, protección al inversionista e igualdad entre los inversores—, las normas sobre buen gobierno corporativo pretenden reducir los costos de agencia inherentes a la relación administrador-inversionista y los potenciales perjuicios derivados de situaciones en que los administradores hicieren prevalecer sus propios intereses frente a los de la sociedad.

Con todo, ambos conjuntos normativos coadyuvan a la reducción de los costos de agencia o de expropiación asociados a la estructura de las sociedades de capital. De esta manera, propician que el mercado de valores, en su ámbito global, funcione con la eficiencia y fe públicas necesarias.

Resulta especialmente destacable que estos fines se logren, al menos en parte, gracias a las normas introducidas por el legislador, principalmente a través de las leyes n.º 19301 de 1994 y 19705 del año 2000. Resultó acertadamente correcto escoger la vía legislativa, "... debido a nuestra escasa tradición autorregulatoria y un inexistente mercado de control societario"⁷³ y, además, se evaluaron adecuadamente los costos asociados, repartiéndolos acertadamente entre los destinatarios de estas políticas de derecho. Así, los comportamientos regulados se orientan efectivamente a los objetivos ya vistos.

Las normas de conducta analizadas son eficientes, al reducir los costos de transacción existentes —logrando que sean menores a los costos derivados de poner la información a disposición del mercado y sus operadores—, consiguiendo con ello asignar eficientemente los recursos. En este sentido, y aplicando la metodología de la escuela del AED, estas normas intentan reducir las desigualdades en el acceso a la información, en el entendido de que así se formarán correctamente los precios de los valores. Esto por cuanto "... en un mercado eficiente, los precios de los títulos se ajustarán de una forma inmediata a las nuevas informaciones que accedan al mercado, hasta alcanzar un nuevo precio

73. Bernet Pérez, M. A. *El gobierno de las sociedades abiertas...*, cit., p. 13.

de equilibrio que será el resultado de la información disponible en ese momento, y así sucesivamente⁷⁴.

Así mismo, aunque perfectibles, estos preceptos cumplen altos estándares en cuanto a la cantidad y calidad de la información, asegurando que "... el inversionista obtenga una mayor comprensión de la situación económica de los emisores de valores, de los precios de los valores y volumen de las transacciones"⁷⁵. De esta manera, el inversor contará con información estandarizada que le permitirá evaluar con mayor acierto las expectativas y posibles resultados de sus inversiones.

Sin embargo, hay quienes plantean que no es necesario introducir normas de conducta sobre uso y divulgación de información, argumentando que los mercados de capitales competitivos son capaces de producirla por sí mismos. Por el contrario, se cree que resulta absolutamente necesario, pues el mercado de valores "... no es capaz de garantizar por sí mismo un flujo de información suficiente y veraz, ya que los administradores pueden tener la tentación de resistirse a la transparencia por variadas razones"⁷⁶. Entre ellas, se pueden señalar problemas de agencia propios de las sociedades anónimas abiertas y ocultamiento de bajas en la productividad de la compañía.

Además, así lo han demostrado los escándalos financieros y contables protagonizados por Enron y Worldcom, ocurridos recientemente —años 2001 y 2002, respectivamente— en Estados Unidos, los cuales dejaron al descubierto las debilidades que estaba experimentando el modelo de mercado autorregulado imperante en ese país⁷⁷, al no

74 García de Enterría, J. *Sobre la eficiencia del mercado de capitales. Una aproximación al securities law de los Estados Unidos*. En: *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 193-195, 1989, p. 657.

75 Bernet Pérez, M. A. *El gobierno de las sociedades abiertas...*, cit., p. 32.

76 Sánchez Álvarez, ob. cit., p. 114.

77 Como resultado de estos escándalos en Estados Unidos se publicaron la Ley Sarbanes-Oxley en el 2002, así como los nuevos códigos de buenas prácticas del NYSE y el Nasdaq, en el 2003. Los principales cambios que introdujo esta normativa están relacionados con la obligación de informar en tiempo real, la ampliación de los niveles de responsabilidad y de la prohibición de transacciones de los ejecutivos con información privilegiada. En Chile sucedió lo mismo frente al denominado caso Chispas, ya que tras su ocurrencia se promulgó la Ley de Opas. Obviamente, ambas reformas divergen en varios aspectos, por cuanto la propiedad de las sociedades chilenas es altamente concentrada, lo cual conlleva el potencial riesgo de extracción de valor por parte del controlador en desmedro del accionista minoritario, a diferencia de lo que ocurre en las sociedades estadounidenses.

generar "... los incentivos adecuados para llevar a cabo sus funciones fiscalizadoras satisfactoriamente"⁷⁸. Este modelo partía de la base de un mercado capaz de encontrar su propio equilibrio, asignando eficazmente los recursos, a través de acuerdos y procedimientos previamente convenidos y aceptados por las partes, con el objeto de controlar la actividad de sus miembros, estableciendo estándares de conducta a seguir, haciendo por tanto innecesaria la actividad reguladora del Estado.

Se debe evitar la proliferación de una regulación excesiva, dado que esta puede desequilibrar el funcionamiento del mercado, vulnerando el principio de competitividad inherente al mismo. En esta materia, se comparte la opinión de Fernando Lefort, en el sentido de que "... la autorregulación se requiere para permitir el desarrollo de los mercados en un ambiente complejo y cambiante. La supervisión centralizada es necesaria para mitigar el efecto de potenciales conflictos de interés en las organizaciones autorreguladas"⁷⁹. Por lo tanto, esta "... puede constituir un importante mecanismo para mejorar la actual regulación de los problemas de calidad de nuestro país. Sin embargo, es recomendable que esta sea integrada en forma complementaria con regulación pública"⁸⁰.

La autorregulación no basta por sí sola, pero puede contribuir a la eficacia de las normas legales, reglamentarias y administrativas que reglan el mercado de valores. Por su parte, las normas de conducta sobre transparencia en el uso y divulgación de información brindarán la seguridad y credibilidad requeridas por todos los operadores del mercado, disciplinando la gestión de los administradores, agregando de esta manera valor a las compañías chilenas y profundizando el mercado de valores nacional.

78 Núñez Errázuriz, J. *¿Puede la autorregulación proteger contra el fraude y la negligencia?* En: Revista Perspectivas, Departamento de Ingeniería Industrial, Universidad de Chile, vol. 6, n.º 1, Santiago: 2002, p. 119.

79 Lefort, F. *Aspectos generales de la autorregulación del mercado de valores y su aplicación al mercado de capitales chileno*. Escuela de Administración, Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago: 2005, p. 31.

80 Núñez Errázuriz, ob. cit., p. 126.

Anexo: Estructura del mercado de valores en Chile

Oferta de valores emisores	Intermediación de valores	Demanda de valores
Sociedades anónimas Bancos e instituciones financieras Estado (Banco Central, Tesorería, INP) Sociedades securitizadoras Fondos mutuos Fondos de inversión Emisores extranjeros	Intermediarios	Inversionistas institucionales
	Corredores de bolsa Agentes de valores Bancos e instituciones financieras	Administradoras de fondos de pensiones Administradoras de fondos mutuos Administradoras de FICES Administradoras de fondos de inversión Administradoras de fondos de la vivienda Compañías de seguros Bancos e instituciones financieras
	Operaciones de intermediación	Inversionistas privados
	Bolsas de valores Extra-bursátil	
	Sociedades de apoyo a la intermediación	Inversionistas extranjeros
Cámaras de compensación Depósito Central de Valores		
Leyes y regulaciones		
Reguladores y fiscalizadores		
Reguladores Superintendencia de Valores y Seguros Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras Banco Central		
Entidades de apoyo a la información		
Clasificadoras de riesgo Auditores externos		

Fuente: www.svs.cl

Bibliografía

ALCALDE RODRÍGUEZ, E. (2001) "Regulación sobre la venta del control en la Ley de Opas: ¿Un caso de inequidad o simplemente un error?", *Revista Chilena de Derecho*, vol. 28, n.º 3, Sección Estudios, Santiago.

AMUNÁTEGUI ECHEVERRÍA, A. (2007) "La administración de los riesgos corporativos", *Revista de Derecho de la Empresa*, Universidad Adolfo Ibáñez, Santiago: Legis.

BENAVIDES FRANCO, J. (2004) "Historia del gobierno corporativo en el mundo", *Boletín Corporate Governance*, n.º 57, Bogotá: Centro Nacional de Gobierno Corporativo - Confecámaras.

BERCOVITZ, A. (1988) "El derecho del mercado de capitales", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, año 8, n.º 29, Valladolid: Editorial Lex Nova.

BERCOVITZ, Alberto y BENAVIDES, Rodrigo. (1987). *Estudios jurídicos sobre protección de los consumidores*. Madrid: Editorial Tecnos.

BERNET PÁEZ, M. A. (2004) "El gobierno de las sociedades abiertas", *Revista Derecho (on line)*, vol. 16. En: www.scielo.cl, ISSN 0718-0950.

— (2001) "El fenómeno de las Opas en el mercado de valores", memoria para optar al grado de licenciado en Ciencias Jurídicas, Villa del Mar: Universidad Adolfo Ibáñez.

CACHÓN BLANCO, J. E. (1994) "El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliarios: aspectos teóricos y prácticos", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 55, Valladolid: Editorial Lex Nova.

COOTER, Robert y ULEN, Thomas. (1998) *Derecho y economía*. México: Fondo de Cultura Económica.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1989) "Sobre la eficiencia del mercado de capitales. Una aproximación al securities law de los Estados Unidos", *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 193-195.

LAZÉN, V. y SEPÚLVEDA, A. C. (2004) "Desarrollo de las tomas de control corporativo en Chile después de la Ley de Opas", *Documentos de Trabajo*, n.º 4, Superintendencia de Valores y Seguros. En: www.svs.cl.

LEFORT, F. (2005) "Aspectos generales de la autorregulación del mercado de valores y su aplicación al mercado de capitales chileno", Santiago: Escuela de Administración, Pontificia Universidad Católica de Chile.

LEFORT, F. (2003) "Gobierno corporativo: ¿qué es? y ¿cómo andamos por casa?", Santiago: *Cuadernos de Economía*, n.º 120.

LYON PUELMA, A. "Conflicto de intereses en las sociedades", *Revista Chilena de Derecho*, Sección Estudios, vol. 29, n.º 1, Santiago.

NOVOA GALÁN, Raúl y NOVOA MUÑOZ, Gabriela. (1997) *Derecho del mercado de capitales*. Santiago: Editorial Jurídica de Chile, 2.ª ed.

NÚÑEZ ERRÁZURIZ, J. (2002) "¿Puede la autorregulación proteger contra el fraude y la negligencia?", *Revista Perspectivas*, vol. 6, n.º 1, Santiago: Departamento de Ingeniería Industrial, Universidad de Chile.

OLCESE SANTOJA, Aldo. (2005) **Teoría y práctica del buen gobierno corporativo**. Madrid: Editorial Marcial Pons.

OLIVERA, P. (2006) "Las normas de conducta. Régimen de la información privilegiada, hecho relevante y manipulación de mercado", *La Sociedad Cotizada*, Colección Garrigues, Madrid: Editorial Marcial Pons.

PASTOR, Santos. (1999) **Sistema jurídico y economía, una introducción al análisis económico del derecho**. Madrid: Editorial Tecnos.

PFEFFER URQUIAGA, F. (2007) "El gobierno corporativo y la creación de valor en la S.A., responsabilidad del directorio, control societario", apuntes de clase de la asignatura del Magister en Derecho, Universidad de Chile.

— (2005a) "Aplicación del procedimiento del artículo 44 de la Ley de Sociedades Anónimas", *Revista Actualidad Jurídica*, n.º 12, Santiago: Universidad del Desarrollo.

— (2005b) "El concepto de control societario, la administración de la sociedad anónima, los conflictos de interés y la potestad punitiva de la Superintendencia de Valores y Seguros en el contexto del denominado caso Chispas", *Revista Chilena de Derecho*, vol. 32, n.º 3, Santiago.

— (2001) "Nuevas regulaciones en las tomas de control y oferta pública de adquisición de acciones", *Revista Chilena de Derecho*, vol. 28, n.º 1, Sección Estudios, Santiago.

PRADO PUGA, A. (2003) "Acerca del concepto de información privilegiada en el mercado de valores chileno: su alcance, contenido y límites", *Revista Chilena de Derecho*, vol. 30, n.º 2, Sección Estudios, Santiago.

SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M. M. (2006) "Fundamentos y antecedentes del régimen de información y transparencia en las sociedades cotizadas", *La Sociedad Cotizada*, Colección Garrigues, Madrid: Editorial Marcial Pons.

SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS. (2002) "Una mirada conceptual a la reforma del mercado de capitales I", *El Desafío de los Nuevos Mercados: una Alternativa de Inversión y Financiamiento para Chile*, Serie de Documentos de Discusión, Santiago.

TAPIA HERMIDA, A. J. (2006) "Normas de conducta en el mercado de valores y gobierno corporativo de las sociedades cotizadas", *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, Navarra: Thomson y Aranzadi, t. II.

WIGODSKY, T. y ZÚÑIGA, F. (2003) "Gobierno corporativo después de la Ley de Opas", *Cuaderno de Economía. Departamento de Ingeniería Industrial*, Santiago: Universidad de Chile, n.º 120.