



***Organisation for Economic Co-operation and Development
In co-operation with the World Bank Group***

***The Third Meeting of the
Latin American Corporate Governance Roundtable***

***8-10 April, 2002
Bolsa Mexicana de Valores, Mexico City, Mexico***

**DISCLOSURE AND TRANSPARENCY
NON FINANCIAL DISCLOSURE
(Session 8)**

BY

**Mr. Guillermo Arthur,
Director,
Federacion Internacional de Administradoras de
Fondos de Pensiones,
Chile**

Introducción

En mi calidad de Presidente de la Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) de la República de Chile, se me ha conferido el honor de exponer ante esta Conferencia, los principios, espíritu y aplicación práctica las trascendentes innovaciones introducidas en nuestra legislación nacional sobre Mercado de Valores (Ley N° 18.045) y Sociedades Anónimas (Ley N°18.046) por la Ley N°19.705 que “Regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS) y establece Régimen de Gobiernos Corporativos”.

Estas innovaciones, en materias particularmente sensibles para el desarrollo económico de los países y de las regiones, han venido a explicitar códigos no escritos, ciertamente referidos a principios e ideales de rectitud, honestidad y corrección con que deben conducirse los hombres en sus negocios.

Desde muy antiguo, dichos ideales se han visto reflejados en la tradición empresarial chilena y fundamentalmente a partir del siglo XIX que trajo consigo la dictación del Código Civil y del Código de Comercio, que han regido prácticamente invariables hasta el día de hoy, los cuales contienen los principios esenciales del orden societario, así como los derechos, deberes y obligaciones de los socios entre sí y para con la sociedad o compañía.

Esta tradición valórica y jurídica ha sido también la que, en su momento, hace ya dos décadas, justificó la dictación de una legislación económica moderna, contenida particularmente en la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores y la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas, que introdujeron conceptos tan trascendentales para la vida económica, como podríamos mencionar en la primera de estas leyes: la oferta pública de

valores, el mercado secundario formal, los intermediarios, los emisores, el accionista minoritario, el inversionista institucional, la clasificación obligatoria de riesgo, el grupo empresarial, las personas o entidades relacionadas y la prohibición del uso de información privilegiada.

Del mismo modo, la Ley N° 18.046, coetánea con la anterior, definió los conceptos esenciales para el sano desenvolvimiento de los negocios en que se regula expresamente a las operaciones relacionadas, obligando a que una sociedad anónima sólo puede celebrar contratos con una persona o parte relacionada, cuando dichas operaciones sean conocidas y aprobadas por el directorio, y éste sólo puede dar su aprobación, si se ajustan las mismas a condiciones de equidad similares a las que prevalecen en el mercado, debiendo dar cuenta de éstas a la junta ordinaria de accionistas. Idéntico principio reitera la misma ley con respecto a las transacciones económicas entre una sociedad matriz, sus sociedades filiales o coligadas y correlativamente éstas entre sí.

Por otra parte, ambas legislaciones contienen acendrados principios de responsabilidad civil y penal que recaen en la persona de los directores o administradores de la sociedad y, en general, como lo establece la Ley N°18.045 respecto de toda persona que interviene o participa en el mercado secundario formal.

Toda la evolución de nuestra tradición jurídica en materia económica ha encontrado su apoyo en las exigencias propias de la *buena fe* y la protección de la fe pública en el crédito, que sustentan la actividad civil y mercantil.

Estas mismas exigencias son ahora las que se traducen en la nueva legislación que comentamos, en un conjunto de reglas claras y explícitas sobre Buenas Prácticas

Societarias y Régimen de Gobiernos Corporativos, indispensables para colocar a la sociedad chilena y sus negocios a la par de las más modernas sociedades contemporáneas.

Hemos de destacar que esta labor, ha sido producto de los esfuerzos y el trabajo de todos los actores públicos y privados, sin perjuicio de lo cual, consideramos un deber resaltar la dedicación de nuestro principal ente regulador -la Superintendencia de Valores y Seguros, órgano dependiente del Ministerio de Hacienda- en orden a avanzar, con claro y seguro rumbo, en la decidida modernización de los mercados y de las sociedades y al cual brindamos nuestro sincero reconocimiento.

Nuestra sociedad chilena se encuentra abierta a los mercados regionales y mundiales y, muy especialmente, a la inversión extranjera en todas las áreas, destacando las actividades extractivas como la minería, la pesca, o las de servicios, como la energía, telecomunicaciones, el área bancaria, financiera y el crédito y, por cierto, en el área que tengo el honor de representar ante Ustedes, esto es, la administración del ahorro y de la previsión de los más de cinco millones de trabajadores de Chile.

En todas estas actividades, la inversión extranjera ha representado uno de los factores principales de desarrollo para asentar las bases de una economía sólida, estable y competitiva.

Somos conscientes de nuestro deber y, por ello, sabemos que nuestro éxito no depende tanto de lo que ya hemos hecho y logrado, sino que muy especialmente de lo que seamos capaces de hacer y lograr en el porvenir.

En tal sentido, la reforma introducida a las Buenas Prácticas y Régimen de Gobiernos Corporativos se enmarca, precisamente, en ese contexto.

En efecto, tenemos una ley cuyo texto y sentido responde a los requerimientos de las economías más modernas y pesa sobre nosotros la esencial responsabilidad que sea -en todo caso y momento- una práctica plenamente reconocida y asentada no sólo en la mera exterioridad de los negocios sino que en el espíritu, voluntad y conciencia de todos los actores del mercado. Estamos seguros de poder responder a cabalidad a tal desafío; en ello se encuentra comprometido todo nuestro éxito futuro.

A fin de ilustrar a esta Conferencia sobre los aspectos que, a nuestro juicio, resultan más destacables de la nueva legislación sobre Buenas Prácticas Societarias y Gobiernos Corporativos, nos referiremos suscintamente a las siguientes materias, a saber:

Gobiernos Corporativos

El Régimen de los Gobiernos Corporativos pretende establecer reglas claras, definidas y, conocidas por accionistas, directores y ejecutivos, e inversores en general, respecto a cómo deben conducirse los negocios de las sociedades, en un marco de principios sólidos de corrección y buena fe.

Así, un conjunto de denominadas Buenas Prácticas Societarias, bajo códigos escritos, constituye una eficaz herramienta que ayuda a dar transparencia a la actividad societaria

y protege los intereses de todos sus actores, logrando así la consecución del bien común societario y, su natural proyección al bien común de la sociedad.

Toda empresa humana representa y es la consecución de la suma de los esfuerzos de una colectividad o grupo para un fin superior que los hombres, aisladamente considerados, no pueden o no son capaces, por sus propias fuerzas, riquezas o patrimonio, conseguir por sí solos. La unidad esencial de toda empresa radica precisamente en este aserto.

Sin embargo, los diversos intereses humanos –mudables y variables como el hombre mismo- aún cuando se encuentren unidos bajo un principio de empresa y por legítimos que nos parezcan todos éstos, muchas veces no se pueden lograr, ni siquiera en parte, sin los necesarios y justos sacrificios, que nos hacen reconocer el derecho y el interés ajeno que coexiste con el propio.

Parte capital de la reforma sobre Buenas Prácticas Societarias y Gobiernos Corporativos que nos permitimos comentar ante esta ilustre Conferencia, descansa, precisamente, en ese imperceptible y delicado equilibrio entre el respeto del interés propio y del interés ajeno. La mancomunidad de esfuerzos no hace necesariamente una mancomunidad de intereses, que pueden bajo ciertas circunstancias y bajo ciertos respectos encontrarse en eventual conflicto.

Dichos conflictos son merecedores de una solución legislativa que asegure principios fundamentales de rectitud y lealtad, necesarios e indispensables para la existencia de la organización societaria a los cuales todos se deben someter y que todos deben ser llamados a respetar y a adherir por voluntad y leal convicción íntima o personal.

Así, la nueva legislación se nos presenta como parte esencial de la tarea modernizadora de los mercados chilenos que, en conjunto con otras importantes reformas, como las recientemente introducidas en el sector que represento, buscan dar no solo dinamismo con la creación de nuevas áreas de negocios y nuevas oportunidades, sino que muy especialmente reglas estables y sólidas para los inversores, que dan la necesaria y debida transparencia a las relaciones que estos mismos negocios originan.

En este sentido, un régimen de gobiernos corporativos que hace explícitas las reglas de las buenas prácticas societarias, persigue entregar los incentivos correctos para que la administración de la sociedad sea sana y transparente, de modo que enderece todos sus esfuerzos a incrementar el valor de las compañías y no a extraerlo de éstas.

No es justo buscar ganancias a expensas del legítimo interés de los accionistas minoritarios que no tienen el control de la sociedad, y tienen por consiguiente una mayor vulnerabilidad y comprometiendo la justa distribución de las ganancias por el esfuerzo mancomunado.

Comités de Auditoría

La creación de Comités de Auditoría al interior de los directorios, integrados, en primer lugar, por los denominados *directores independientes* del controlador, tal como se contiene en las legislaciones más modernas, se muestra como una herramienta sana y eficaz y una buena práctica societaria para evitar posibles conflictos de interés, los cuales podrían resultar particularmente sensibles en el caso de los administradores vinculados de forma directa con el controlador respecto de los inversionistas que se encuentran precisamente fuera del grupo de control.

Este Comité de Auditoría reviste especial importancia y su tarea resulta de enorme trascendencia para la regulación de las operaciones entre el controlador y la compañía, a fin que éstas se ajusten a condiciones de equidad y de mercado que, tal como lo veíamos, son normas provenientes de la tradición más auténtica de nuestras prácticas comerciales, reconocidas en la legislación económica positiva que ya nos rige por más de dos décadas.

Lo anterior, por cuanto las posibilidades de generar verdaderos “auto contratos” entre el controlador y la sociedad, que no respondan con fidelidad a las exigencias antes dichas, constituye una de las formas más conocidas de vulneración a las buenas prácticas societarias y cuya finalidad es extraer valor de la sociedad por conductos distintos de la utilidad que es la finalidad legítima de todo accionista o partícipe en una sociedad.

Lo que es más grave, es que mediante tal arbitrio, no sólo se extrae injustamente valor a la empresa, sino que además se compromete la utilidad misma de la compañía que, como es sabido, corresponde a cada acción del capital por igual, con independencia de si éstas, se poseen por el controlador por los restantes accionistas o inversores. Esta es, sin lugar a dudas, una exigencia de mínima justicia y de leal proceder entre los consocios.

Un segundo peligro que ha sido evitado mediante las innovaciones de nuestra nueva legislación societaria dice relación con la llamada *Extracción de Oportunidades de Negocio*, en que el controlador podría verse tentado a desviar estas oportunidades hacia entidades donde tiene un control mayor, porque constituye una evidente violación de la fe societaria y una verdadera manifestación de competencia desleal entre socios, figura que ya se encuentra estrictamente vedada en las disposiciones pertinentes de nuestro Código de Comercio.

En este sentido, la existencia de un Comité de Auditoría formado por directores independientes asegura y establece adecuadas salvaguardias a que dichas malas prácticas, aún por excepcionales que han sido, sean definitivamente erradicadas, conllevando una notable mejoría por cuanto el proceso de decisiones de la administración no se ve, entonces, enrarecido por intereses ajenos a la misma.

Nuevos resguardos patrimoniales

Concordantemente con las finalidades antes expuestas, la nueva legislación contiene un conjunto de eficaces resguardos del patrimonio de la empresa, al exigir que las decisiones de enajenación de un porcentaje relevante de sus activos sea materia de junta extraordinaria de accionistas, especialmente convocada al efecto y su aprobación requiera de quórums superiores a los normales establecidos para otras materias.

Asimismo, otro punto a destacar es que se ha consagrado el derecho a retiro para los accionistas disidentes, cuando se aprueba la enajenación de parte significativa de los activos, todo lo cual permite al minoritario proteger convenientemente su interés.

No menos interesante aspecto en la efectiva protección del patrimonio de la Compañía, consiste es haber otorgado *legitimación activa* para accionar por la sociedad a un número reducido de accionistas, para perseguir las eventuales responsabilidades por perjuicios causados al interés social, en lo que se ha venido a denominar como la *acción derivada*.

Los derechos conferidos por las leyes suelen ser ilusorios si no se encuentran aparejados de acciones judiciales eficaces, cuya titularidad o legitimación no sólo se otorgue a los

administradores de la sociedad, sino que directamente a los propios accionistas. De carecer de la necesaria legitimación procesal, los minoritarios verían -en términos prácticos- gravemente burlados sus derechos ante la imposibilidad de accionar convenientemente.

Esta reforma es, a nuestro juicio, aunque en apariencia menor, la que reportará sin lugar a dudas, los mayores y más generosos frutos en la debida protección de los intereses societarios.

El control legítimo.

Podría inclinarse el pensamiento, en un primer momento, a creer que esta ley no vería con buenos ojos el control. Nada más alejado de la realidad.

En efecto, sabido es que, en no pocas ocasiones, la existencia de un controlador es sinónimo de saludable progreso en la valoración de las Compañías, puesto que se brinda coherencia y la necesaria conducción de rumbo a los intereses societarios que, en caso contrario, podrían carecer.

La legitimidad esencial del control no admite discusión. Lo que no se admite es el abuso en desmedro de los minoritarios de ese control. Pero, obviamente existe un control legítimo o más bien, un ejercicio legítimo y saludable del control que la nueva legislación, a nuestro entender, busca fortalecer

Ello se advierte de la simple constatación que la nueva legislación societaria, en materia de tomas de control, no sólo tiene por finalidad que éste sea logrado en términos adecuados, sino que todavía más, adquirido aquél, se llegue al control total del interés social, mediante una segunda adquisición de los paquetes accionarios remanentes.

El equilibrio razonable y prudente entre el legítimo control y la adecuada protección del interés societario y de los accionistas o inversores que se encuentran fuera del mismo, es la esencia de la nueva legislación.

Principios fundamentales en materias de tomas de control

Uno de los grandes eventos en la vida corporativa de una empresa o sociedad se refiere a la toma de control por parte de un nuevo inversor. Ello significa, en buenas cuentas, que la conducción de los negocios societarios ha sido lo suficientemente interesante para mostrarse como un verdadero atractivo para las nuevas inversiones y para mayores y mejores proyectos y oportunidades para la Compañía, entregando viento fresco y savia nueva a la vida de la sociedad, todo lo cual ha de traducirse en un incremento a futuro de su valor.

Sin embargo, condiciones de equidad imponen que este proceso, no exento de grandes complejidades, deba someterse a reglas claras y justas. De esta manera, el nuevo inversor puede percibir que, bajo su alero, la Compañía será capaz de generar riqueza y, por tanto, considera que el valor de la empresa es mayor y está dispuesto a pagar un *plus*, traducido por esa expectativa que el nuevo inversor se ha formado. Este es, en otras palabras, el premio por el control.

La discusión económica, jurídica y doctrinal ha discurrido, precisamente, respecto a quién pertenece, en definitiva, el premio por el control.

La nueva legislación que comentamos, ha optado por zanjar definitivamente el problema – a nuestro juicio correctamente- por no atribuir éste a ningún accionista en particular, sino que a la sociedad misma y, consecuentemente, debe ser repartido equitativamente entre controladores y minoritarios, bajo la única regla de medida constituida por la prorrata en el capital social.

Asimismo, ello encuentra plena justificación -en nuestro concepto- en que la sociedad es el resultado del esfuerzo mancomunado de todos sus partícipes. Sería injusto sostener que sólo al controlador le correspondería el premio por el control, por cuanto la sociedad no sólo se alimenta de la gestión de éste, sino que de todos los involucrados en la empresa societaria. ¿Por qué, entonces, habría que atribuir el premio por control a algunos, si éste es, en definitiva, una suerte de activo intangible de la sociedad en su conjunto y del que deben participar todos los accionistas sin distinción?

La solución contraria, introduce la desconfianza como principio y regla, perturba los ánimos de unos y otros, incrementa las diferencias y conflictos, impide el progreso societario y de los negocios en general, por la mera sospecha de ser cualquier operación exitosa, la eventual antesala de una toma y premio de control para algunos y no para otros.

La oferta pública de adquisición de acciones

Acorde a los principios anteriores, es que la legislación que presentamos ante esta Conferencia, se ha encargado de regular el proceso de formación de la voluntad, en este importante evento para la vida societaria como lo es la toma de control por parte de un nuevo inversor, entregando reglas que brindan a la operación, la necesaria e indispensable equidad y transparencia, protegiendo el bien común de todos los accionistas.

No pretendemos indicar en detalle, cada uno de las etapas de este proceso, sino más bien referirnos someramente a los principios más relevantes que inspiran al mismo.

Destacamos, en este sentido, el principio de *transparencia o publicidad*. Se trata de ofertas públicas, cuyo contenido se debe dirigir a todos los accionistas por igual, en que las condiciones son divulgadas a fin de imposibilitar la existencia de acuerdos o pactos ocultos, contrarios al interés general.

En segundo lugar, el proceso reconoce el principio de la *no discriminación* uno de sus fundamentos más relevantes, asegurando por esta vía, un trato equitativo para todos los accionistas, controladores o no controladores por igual.

Del mismo modo, encuentra el proceso un sólido fundamento de *racionalidad económica*, indispensable para asegurar no sólo el éxito y el prestigio mismo de la institución, sino que da los incentivos correctos para la sana administración de los intereses sociales y el incremento de la riqueza.

Por último, el proceso en cuestión es, en sí mismo, una herramienta de *orden público económico*, con lo cual, la autonomía privada se ve sometida a respetar el interés general.

En términos concretos, este proceso de oferta pública reglado por la ley, traduce los principios antes indicados en un eficiente mecanismo estricto y objetivo para asegurar la justa repartición entre todos los accionistas, controladores o minoritarios, de la riqueza representada por el premio de control a que hemos aludido previamente. En efecto, declarado el éxito de la operación -lo cual debe ser difundido al público, en la forma y plazos que dispone la ley- se impone obligatoriamente al adquirente un *prorratio* entre todos los oferentes, de modo que si la oferta de adquisición se viera eventualmente sobrepasada por interesados en ésta, no se pueda preferir ni discriminar entre éstos.

De este modo, la obligación de *prorratio* impide toda posibilidad de abuso, tácito acuerdo o franca colusión, otorgando transparencia al proceso de adquisición y toma de control, repartiendo así bajo un criterio de estricta justicia y equidad el premio de control que, como hemos dicho previamente, es un valor asociado a la compañía misma y no a sus accionistas individual o particularmente considerados.

En conclusión, reglas claras y mecanismos eficientes como el proceso de toma de control mediante una oferta pública de adquisición de acciones y su *prorratio* obligatorio, dan la necesaria certeza jurídica y económica a todos los inversores por igual -cualquiera que fuese la naturaleza o el monto o entidad de su interés- que su derecho al premio de control no se verá conculcado o amagado en sentido alguno.

Información Privilegiada

Otro importante aspecto de la legislación societaria y de mercado de valores que, atendida su trascendencia no podemos dejar de mencionar, consiste en la introducción de

reglas todavía más exigentes en materia de prohibición del uso de información privilegiada que las anteriormente vigentes, ya por más de veinte años a la fecha.

El uso indebido de información privilegiada es un grave atentado a la fe pública y al orden económico, por cuanto, lesiona al mercado en sí que es un bien jurídico protegido en las regulaciones de nuestro orden público económico, creando dicha anómala práctica asimetrías de información entre los sujetos, que afectan derechamente a los valores de oferta pública, dañan la confianza en el mercado por parte de los inversores. Todo ello justifica que tales malas prácticas deban ser reprimidas y sancionadas con la mayor decisión y estrictez.

De este modo, se han regulado dos figuras específicas en los delitos tipificados en la ley, que si bien ya se encontraban sancionados por otras reglas, han sido notablemente perfeccionados en su expresión legal, de modo de castigar con presidio menor (hasta 5 años) a quien *“valiéndose de información privilegiada ejecute un acto, por sí o por intermedio de otras personas, con objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida, tanto para sí como para terceros, mediante cualquier tipo de operaciones o transacciones con valores de oferta pública”*; o bien, respecto al que *“revele información privilegiada, con objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida, tanto para sí como para terceros, en operaciones o transacciones con valores de oferta pública”*, todo ello además de la sanción civil, consistente en la debida reparación de los perjuicios causados con tales arbitrios.

Tales importantes preceptos encuentran su plena armonía y correspondencia con el principio ya enunciado en las reglas generales de Ley sobre Mercado de Valores, bajo la denominación común de las *actividades prohibidas*, que impiden la realización de

cualquier “*transacción o inducción a la compra o venta de valores de oferta pública, por medio de cualquier acto, práctica, mecanismo o artificio engañoso o fraudulento*” (art. 53 Ley sobre Mercado de Valores”).

En síntesis, con acertadas reglas sobre los gobiernos corporativos, el reconocimiento del control legítimo, el proceso de tomas de control, la distribución no discriminatoria del premio de control, la oferta pública de acciones como mecanismo obligatorio y el perfeccionamiento legal de la prohibición del uso de información privilegiada, constituyen ciertamente los pilares fundamentales sobre los cuales se estructurará nuestro desarrollo económico en los años venideros, lo cual, sumado a nuestra tradición jurídica, económica, societaria y de negocios más que centenaria, ha de brindar -y así lo esperamos sinceramente- ingentes frutos.

Agradecimientos finales

Agradecemos sinceramente la posibilidad de representar ante esta Conferencia a la Asociación Gremial de Administradoras de Fondos de Pensiones de la República de Chile y consideramos una importante responsabilidad de nuestra parte, el haber intentado, en estas breves palabras, transmitir -con entera fidelidad- los aspectos y contenidos más relevantes de una de las más trascendentes reformas en el ámbito corporativo en la legislación de mi país.

Estamos ciertos y formulamos sinceros votos que esta nueva forma de entender las prácticas societarias, explicitando códigos muchas veces conocidos y aplicados, sea sinónimo de mayor progreso económico pero, por sobretodo, de progreso moral y social de nuestra Nación.

En este desafío, no solo está comprometido nuestro esfuerzo y dedicación como país, sino que muy especialmente en aquél se decide nuestro propio y mejor porvenir.

Muchas Gracias,