

LOS GATEKEEPERS DEL MERCADO DE VALORES

Una Estrategia Complementaria de Control Externo sobre las Sociedades Cotizadas.

Javiera Méndez Amunátegui

Abogado, Magíster en Derecho, Universidad de Chile

RESUMEN

Es fundamental garantizar la transparencia informativa en los mercados de valores y, en particular, la calidad y veracidad de la información contable y financiera de las sociedades emisoras de éstos. Para obtener dicho fin, no es posible depender únicamente del emisor y la autoridad, sino que también es necesaria la labor de determinados auxiliares del mercado de valores denominados *gatekeepers* o guardianes, quienes prestan servicios especializados a las sociedades cotizadas, accediendo directamente y a bajo costo a la información que éstas dan a conocer públicamente. Así, estos agentes privados son capaces de detectar, prevenir y alertar oportunamente el fraude corporativo. En Chile, la consagración de los *gatekeepers* como estrategia complementaria de control societario es una tarea aún pendiente, debido a la insuficiente legislación que los rige. Ésta los regula de manera aislada, sin hacerles extensibles deberes específicos de control sobre las sociedades emisoras de valores y sobre la información que éstas liberan al mercado.

I. INTRODUCCIÓN.

La ola de escándalos financieros que afectaron al mercado norteamericano a principios de siglo, en especial los protagonizados por Enron y WorldCom, y más tarde el de Parmalat en Europa, dejaron al descubierto profundas deficiencias en los sistemas de control interno y externo a que están sujetas las sociedades cotizadas, así como también la necesidad de reforzar la transparencia informativa con que opera el mercado de valores.

Tratándose de los controles externos, estos fraudes sirvieron no sólo para mostrar el fracaso de los organismos y entes fiscalizadoras en detectar y prevenir la comisión de éstos ilícitos sino que también para dejar en evidencia la negligente, y en algunos casos dolosa, actuación que en relación con estos fraudes tuvieron un colectivo de profesionales externos de las sociedades anónimas abiertas¹⁷⁴. Estos profesionales han sido denominados por la doctrina estadounidense como *gatekeepers*¹⁷⁵ o guardianes (del mercado de valores), en atención a que comparten una importante característica: con ocasión de la prestación de sus servicios profesionales están en condiciones de ejercer un control de carácter privado sobre las sociedades cotizadas, sus negocios y emisiones.

Las sociedades cotizadas para poder operar, llevar a cabo sus negocios y cumplir con requerimientos y exigencias de carácter legal o reglamentario necesitan recurrir a los servicios profesionales de determinados terceros

¹⁷⁴ En el fraude corporativo de Enron, la hasta entonces prestigiosa firma auditora Andersen apareció fuertemente involucrada al caso, no sólo apoyando las fraudulentas técnicas contables utilizadas por Enron para maquillar sus estados financieros sino que también en la destrucción de antecedentes y documentos de la compañía una vez que se descubrió el fraude. La falsa imagen de la buena situación financiera de Enron no sólo era ratificada por sus auditores externos sino que también era coincidente con los pronósticos de los más destacados analistas financieros de Wall Street. En efecto, hasta a fines de octubre de 2001, justo un mes antes de la quiebra de Enron, 16 de los 17 analistas financieros que cubrían sus valores mantuvieron la recomendación de “comprar” o “fuertemente comprar” las acciones de la empresa.

Por su parte, las principales agencias clasificadoras de riesgo que operan en el mercado norteamericano, Moody's Investors Services Inc. y Standard & Poor's Rating Services, hasta cuatro días antes que Enron se declarara en quiebra, clasificaron la deuda de dicha empresa al nivel de “*investment grade*” o grado de inversión, que incluye a emisores cuya capacidad de pago es considerada adecuada. Finalmente, los abogados corporativos externos tampoco cumplieron a cabalidad su labor. Al menos parte de la causa del colapso de Enron fue la falta de divulgación al público de información material o esencial de la sociedad sobre sus actividades y responsabilidades. La responsabilidad por los activos fuera de balance y las transacciones con partes relacionadas con entidades controladas por el gerente de finanzas de Enron, Andrew Fastow, fueron escondidas al mercado. Normalmente la responsabilidad por la verificación en el cumplimiento de las normas respecto a la información que una sociedad debe dar a conocer al mercado bajo las leyes de valores nacionales de Estados Unidos recae en los abogados.

¹⁷⁵ Término que puede traducirse al español como “portero” o “guardián”. Sin embargo, a falta de un término en español que sirva para traducir con precisión el uso y el significado que la doctrina norteamericana le da a esta expresión, para efectos de este ensayo utilizaremos el concepto en inglés.

independientes. Es el caso de los servicios que prestan auditores externos, bancos de inversión y abogados externos, quienes a través de sus auditorías, servicios de carácter financieros y asesorías legales, respectivamente, participan directamente en los procesos de elaboración y/o revisión de un flujo importante de la información financiera, contable y legal que una sociedad cotizada da conocer públicamente. En el rol de garantes de esa información, estos profesionales ejercen un control sobre la veracidad y exactitud de ésta como del actuar de los administradores sociales.

En menor medida, las agencias clasificadoras de riesgo y analistas financieros, con sus clasificaciones, reportes y recomendaciones, también contribuyen a garantizar la transparencia informativa del mercado y son capaces de ejercer un control indirecto sobre los emisores de valores.

Estos cinco intermediarios del mercado de valores han sido sindicados como los principales *gatekeepers* del mercado de valores y en torno a ellos, en Estados Unidos (EE.UU.), se ha ido diseñando una nueva y complementaria herramienta de control externo sobre las sociedades cotizadas, distinta a la fiscalización ejercida por la autoridad pública. De hecho, el mejoramiento en la actuación de los *gatekeepers* ha marcado la agenda regulatoria del mercado de valores norteamericano estos últimos años, siendo uno de los principales objetivos perseguidos por la ley de valores conocida como la *Sarbanes-Oxley Act* (SOX)¹⁷⁶.

En Chile el concepto de *gatekeeper* es prácticamente desconocido. Auditores externos, bancos de inversión, abogados corporativos, agencias clasificadoras de riesgo y analistas financieros son abordados normativamente de manera individual, sin hacerles extensible deberes específicos de control sobre las sociedades cotizadas y sobre la información que éstas emiten. Asimismo, la revisión y el mejoramiento de la actuación de los *gatekeepers* no ha formado parte de las últimas reformas introducidas al mercado de capitales local¹⁷⁷.

¹⁷⁶ Public Law 107- 204, promulgada el 30 de julio de 2002.

¹⁷⁷ Inicialmente formaban parte de la Segunda Reforma al Mercado de Capitales (MK2), una reforma a la actividad de la auditoría externa. Sin embargo, posteriormente esta materia fue desglosada del proyecto original y tramitado como un proyecto de ley distinto, cuya tramitación finalmente no prosperó. Con posterioridad, a principios del mes de septiembre del año 2007, el Poder Ejecutivo presentó al Congreso Nacional un proyecto de ley que, entre otras materias, contiene una reforma a la auditoría externa, la cual actualmente se encuentre en su primer trámite constitucional en la Cámara de Diputados (Boletín N°5301-05).

Dado el importante rol que desempeñan los *gatekeepers* en los mercados de valores y el escaso tratamiento que han tenido en Chile, el principal objetivo de este trabajo es presentar e introducir los aspectos centrales que justifican la reciente tendencia de construir en torno a ellos una estrategia complementaria de control societario, basándonos principalmente en el desarrollo alcanzado por la doctrina y legislación norteamericana. Junto con lo anterior, revisaremos en términos muy sucintos, generales y descriptivos el marco normativo que actualmente rige a los *gatekeepers* en Chile con el objeto de evaluar cuál es el estado de nuestra legislación de valores en esta materia e identificar las principales tareas pendientes¹⁷⁸.

II. CONCEPTO DE “GATEKEEPERS”.

El concepto *gatekeeper* (en español: portero o un guardián de una entrada o acceso) ha sido utilizado en distintos ámbitos de las ciencias sociales para hacer referencia a agentes que actúan como guardianes de un determinado mercado o filtros en un proceso o procedimiento específico¹⁷⁹. Sin embargo, existen otras acepciones con matices distintos dependiendo del área en que se aplique el término.

En el ámbito del mercado de valores la expresión *gatekeepers* ha sido empleada, en un sentido amplio, para identificar a aquellos intermediarios que con ocasión de sus servicios profesionales están en condiciones de monitorear a los emisores de valores y en especial la confiabilidad de la información que éstos entregan al mercado¹⁸⁰.

¹⁷⁸ Cabe hacer la prevención que por tratarse de un breve trabajo de investigación que busca presentar e introducir un nuevo concepto – *el de gatekeeper* – en el mercado chileno, este artículo no pretende abordar en profundidad ni agotar todas las materias de interés que surgen en torno a los *gatekeepers*.

¹⁷⁹ La autoría de esta expresión se le atribuye al psicólogo alemán Kart Lewin, quien el año 1947 acuñó el término *gatekeeper* para describir el rol que desempeñan las dueñas de casas en la cadena alimenticia de sus familias. Lewin postuló que las esposas o madres son *gatekeeper* de los miembros de su familia al ser ellas quienes deciden que alimentos finalmente consumen sus hijos y esposos en cada comida. Sin embargo, fue David M. White quien generalizó el uso de este concepto cuando, en el año 1950, aplicó este término al ámbito periodístico y específicamente al proceso informativo, para identificar a las personas o grupos que actúan como seleccionadores de las noticias que se distribuyen al público. En este contexto, se identificó como *gatekeepers* a aquellos individuos que actúan como filtros informacionales y que tienen el poder de decidir que noticias se les entregarán al público y cuales no.

¹⁸⁰ Los entes públicos reguladores y fiscalizadores son los guardianes por excelencia del mercado de valores. Sin embargo, en su acepción más común, el

Ahora bien, fue Reiner H. Kraakman, quien a mediados de los años '80, definió a los *gatekeepers* como aquellos “agentes privados capaces de prevenir malas conductas a través de negar su cooperación a las personas que no cumplen la ley”¹⁸¹. Esta cooperación - usualmente bienes especializados, servicios, o formas de certificación que son esenciales para que los actos ilícitos tengan éxito o puedan prosperar - son la “puerta” (*gate*) que los *gatekeepers* bloquean. Contadores y abogados son *gatekeepers* naturales para transacciones de valores fraudulentas que requieren opiniones de auditoría o legales para efectuarse, así como los empleadores son *gatekeepers* de los emigrantes ilegales en la búsqueda de empleos ilegales¹⁸².

Para Kraakman, cualquier persona que mediante la negación de sus servicios (profesionales y no profesionales) pueda prevenir la comisión de actos ilícitos actúa como *gatekeeper*. En el ámbito corporativo, por ejemplo, un banco de inversión puede rehusarse a actuar como un agente colocador de valores del emisor si considera que la información o antecedentes entregados por la sociedad son materialmente deficientes, o un auditor externo puede negarse a firmar los estados financieros de una compañía si encuentra que los mismos contienen errores.

A principios de esta década, el profesor de la Universidad de Columbia, John C. Coffee, elaboró una nueva definición de *gatekeepers*, más acotada al ámbito corporativo. De acuerdo a este autor, la definición dada por Kraakman efectivamente describe la posición organizacional que ocupan los *gatekeepers* en relación con las sociedades cotizadas, pero es incompleta ya que ignora la capacidad de disuasión de estos agentes y le falta uno de los elementos que más los caracterizan: su capital reputacional¹⁸³.

término *gatekeepers* se utiliza para hacer referencia únicamente (y en contraposición) a agentes privados que cumplen funciones de control sobre los emisores de valores distintas a las ejercidas por la autoridad pública.

¹⁸¹ Kraakman, Reiner H., “Gatekeepers: The Anatomy of a Third-party Enforcement Strategy”. *Journal of Law, Economics & Organization*, Vol. 2, N°1, pp. 53-104, 1986, Oxford University Press, p.53.

¹⁸² Kraakman, *Ob. Cit.* N°8, p. 54.

¹⁸³ Véase Coffee, John C., “Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms”. *Law and Economics Workshop*, Working Paper N°9, Universidad de California, Berkeley, 2004. pp. 10 y 11; y, **Gatekeepers. The Professions and the Corporate Governance**. Oxford University Press, New York, 2006, p. 2.

Para Coffee, los *gatekeepers* son “intermediarios reputacionales que proveen servicios de verificación o certificación a los inversionistas”¹⁸⁴. El elemento central de su definición es la función de intermediarios con un capital reputacional que desempeñan los *gatekeepers* en el mercado de valores, el cual han ido construyendo a través de los años y que no están dispuestos a sacrificar por un sólo cliente ni por un modesto honorario¹⁸⁵. De esta manera, la protección del capital reputacional y los menores beneficios (en términos comparativos con los administradores sociales) que los *gatekeepers* podrían obtener en la comisión de ilícitos hace que resulte más difícil o al menos más costoso inducirlos a participar o colaborar con sus clientes en esta clase de actos^{186/187}.

Compartimos la importancia que el profesor Coffee le da al capital reputacional y consideramos que es un elemento que caracteriza a los *gatekeepers*. En este sentido, no se puede ser un *gatekeeper* creíble sin un significativo capital reputacional. Los *gatekeepers* son “jugadores repetidos” (*repeat players*) dentro del mercado, ya que prestan sus servicios a diferentes clientes y durante un período prolongado de tiempo. La credibilidad y la consecuente rentabilidad de estos agentes dependen de la reputación y el prestigio que se hayan ganado por la calidad de sus servicios a través de los años.

Asimismo, el capital reputacional, también opera como una barrera de entrada al mercado de los *gatekeepers*. Los nuevos entrantes, al carecer de ese capital, deben enfrentar una barrera de entrada mayor. Esto, a su vez, implica una tendencia para esos mercados a ser más concentrados e incluso con carácter oligopolio^{188/189}.

¹⁸⁴ Coffee, John C., “Understanding Enron: It’s about Gatekeepers, Stupid”. *The Center for Law and Economics Studies*, Working Paper Nº 207, Columbia Law School, Julio 2002. Artículo disponible en www.ssrn.com

¹⁸⁵ Coffee, *Ob. Cit.* Nº 11, p. 6.

¹⁸⁶ En este sentido también Kraakman Reinier H., “Corporate Liability Strategies and the Cost of Legal Controls”, *The Yale Law Journal*, Vol. 93, Nº 5, pp.857-898. 1984, p. 891. Artículo disponible en www.jstor.org

¹⁸⁷ Es por esta razón, que por ejemplo, para Coffee y a diferencia de Kraakman, los directores independientes de una sociedad no pueden ser considerados *gatekeepers* como tampoco los farmacéuticos que se niegan a vender una sustancia controlada sin receta médica ni el dueño de una botellería que no les vende alcohol a menores de edad, ya que a todos ellos les falta el capital reputacional.

¹⁸⁸ Coffee, John C., **Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance**. Oxford University Press, New York. 2006. p. 3.

¹⁸⁹ La industria de la auditoría y de las agencias clasificadoras de riesgo son las más concentradas en el mercado de los *gatekeepers*. Según un estudio elaborado por la

Cabe señalar que, aunque el concepto de capital reputacional no ha tenido mucho desarrollo en Chile, no es totalmente desconocido en el ámbito del mercado de valores. En diversos cuerpos legales se emplea la expresión “reconocido prestigio” para hacer alusión al capital reputacional de algún agente del mercado de valores, como auditores externos y agencias clasificadoras de riesgo¹⁹⁰.

Los *gatekeepers* actúan como intermediarios entre la sociedad cotizada y los inversionistas, por lo que necesariamente deben ser profesionales independientes, externos a la sociedad y no detentar la calidad de inversores de valores. Por otra parte, no son representantes ni mandantes del emisor frente al mercado, sino que en su calidad de intermediarios reputacionales le prestan su prestigio a la sociedad con la finalidad de facilitar que los inversionistas confíen en la información que da a conocer la sociedad públicamente.

Pese a la relevancia del capital reputacional y del rol de intermediarios de los *gatekeepers*, a la definición de Coffee le falta un elemento central y distintivo que sí fue recogido por Kraakman: la capacidad de estos agentes, a través de la prestación de sus servicios profesionales, de detectar y prevenir el fraude e ilícitos corporativos. Es precisamente esta característica la que justifica que los *gatekeepers* sean considerados como una estrategia de control complementaria de las sociedades cotizadas, cuyo objetivo principal es prevenir el fraude corporativo.

Sin embargo, y a diferencia de la definición dada por Kraakman, consideramos que los *gatekeepers* pueden cumplir con el objetivo señalado precedentemente no sólo a través de negar su cooperación o la prestación de sus servicios profesionales sino que también mediante una prestación diligente de los mismos. Por ejemplo, los analistas financieros y agencias clasificadoras de riesgo pese a no tener la capacidad para vetar o impedir la realización de actos ilícitos a través de la negación de sus servicios, sí actúan como

firma Grant Thornton LLP y dado a conocer en junio de 2007, en materia de auditoría sólo cuatro firmas (Deloitte, PricewaterhouseCoopers, KPMG y Ernst & Young) son responsables del 91% de las auditorías de las empresas más grandes del mundo y, en algunos países del G-8 (Alemania, Canadá, EE.UU., Francia, Italia, Japón, Reino Unido y Rusia) el porcentaje alcanza el 99%.

¹⁹⁰ Por ejemplo, el artículo 88 de la Ley de Mercado de Valores, el DFL Nº 251 de 1931, Ley de Seguros, en su artículo 16, letra c) y en su artículo 21, número 7, acápite 4, y la Ley 19.908, en su artículo 5, se refieren a las agencias clasificadoras de riesgo de reconocido prestigio internacional. Por su parte, la ley 18.815, que regula fondos de inversión, en su artículo 5, número 22, y el artículo 29 de la Ley General de Bancos, se refieren a los auditores externos de reconocido prestigio.

gatekeepers ya que mediante sus análisis y evaluaciones son capaces de alertar al mercado oportunamente sobre los mismos y sus opiniones son consideradas por los inversores al momento de tomar sus decisiones de inversión.

Los *gatekeepers* prestan servicios especializados, de certificación y verificación de la información del emisor. La capacidad de estos agentes de detectar y prevenir los fraudes corporativos esta íntimamente relacionada con el costo y nivel de acceso que tienen a la información del emisor. A mayor acceso, mayor capacidad de prevención y detección de irregularidades por parte de sus clientes.

En atención a las características ya señaladas, y recogiendo los elementos centrales de las definiciones dadas por Kraakman y Coffee, proponemos la siguiente definición de *gatekeepers*:

“agentes que actúan como intermediarios reputacionales de sociedades emisoras de valores y que prestan servicios de asesoría especializada y de verificación o certificación de la información y que, atendida la función que desempeñan, están en condiciones de detectar y/o prevenir la comisión (por acción u omisión) de actos ilícitos y fraudes financieros”.

Cabe señalar que pese a identificar a los *gatekeepers* bajo una definición común no todos ellos son iguales. El tipo de vínculo que une a los *gatekeepers* con los emisores, el grado de independencia que éstos tienen respecto de los últimos, como la oportunidad y el costo de acceso a la información de los emisores son criterios que nos permiten diferenciar entre los distintos *gatekeepers*.

Audidores externos, bancos de inversión y asesores legales externos están unidos contractualmente y son remunerados por los emisores que deben monitorear. Esta situación puede afectar la independencia de sus labores y crear conflictos de interés. Además, es relevante para determinar el grado y la calidad de la información a que tienen acceso los *gatekeepers*, lo que finalmente determina su capacidad de control. Analistas financieros y, en menor medida, las agencias clasificadoras de riesgo tienen un acceso bastante más limitado que los auditores, bancos de inversión y abogados a la información del emisor.

Por último, y alejándonos de un poco del concepto dado por Coffee, estimamos que no todos los inversionistas o potenciales inversionistas del mercado de valores son los destinatarios finales de los deberes y obligaciones específicos de los *gatekeepers*. Los destinatarios de estos deberes son los accionistas y aquellos inversores que tomaron (o dejaron de tomar) una decisión de negocio o de inversión en base a la opinión emitida o los servicios

prestados por los *gatekeepers*. Esta distinción será importante al momento de establecer los eventuales titulares de una acción indemnizatoria en contra de estos agentes.

III. LOS PRINCIPALES *GATEKEEPERS* DEL MERCADO DE VALORES.

a. Los Auditores Externos.

La principal función de estos profesionales es examinar la contabilidad, inventarios, balance y otros estados financieros de una sociedad y expresar su opinión profesional e independiente sobre dichos documentos en un informe de auditoría. El objetivo de esta revisión es dar una opinión sobre la razonabilidad con que los estados financieros de una sociedad presentan, en todos los aspectos significativos, la situación financiera, los resultados de sus operaciones, y el flujo de efectivo, de acuerdo con principios de contabilidad generalmente aceptados¹⁹¹.

Lo que distingue a los auditores y los convierte en los *gatekeepers* por excelencia es que sus servicios profesionales tienen por objeto revisar y certificar la veracidad y exactitud de la información financiera y contable que un emisor da a conocer al público, convirtiéndose éstos en sus principales garantes. Por la naturaleza de estos servicios, los auditores externos son los terceros mejor posicionados para detectar eventuales fraudes de sus clientes ya que generalmente una parte importante de estos ilícitos implican algún grado de manipulación de los estados financieros y contables de la compañía, los que son auditados por estos profesionales.

Sin embargo, la posibilidad de detección de fraudes por parte de las firmas auditoras está relacionada con dos elementos: la capacidad técnica del auditor, en la que resulta clave su formación profesional, y el entorno favorable u hostil en que desarrollan su trabajo en la entidad auditada. A mayor capacidad técnica del auditor y su equipo, mayor es la probabilidad de detectar fraudes. Por otra parte, esta capacidad de detectar fraudes se puede ver contrarrestada por el contexto particular en que se desarrolla la auditoría. La empresa auditada puede ocultar o entorpecer el trabajo de los auditores¹⁹².

¹⁹¹ Compendio de Normas de Auditoría Generalmente Aceptadas de Chile, sección 110 N°01.

¹⁹² García Benau, María Antonieta, y Vico Martínez, Antonio. "Los Escándalos Financieros y la Auditoría: Pérdida y Recuperación de la Confianza en una

Los auditores externos actúan como intermediarios reputacionales entre los administradores de sociedad cotizada y sus accionistas, por una parte, y entre la sociedad y el mercado, por la otra. Los accionistas y demás inversores confían que la revisión que efectúan los auditores y las opiniones que vierten en sus informes de auditoría reflejan la verdadera situación de la compañía. El nivel de confianza que se deposita en las firmas de auditoría depende, en gran medida, del prestigio de que éstas gocen en el mercado¹⁹³.

En cuanto a la capacidad de informar los fraudes que detectan, ésta se relaciona con la independencia que gozan los auditores externos respecto de la firma que auditan. La falta de independencia conduce a dos tipos de reducciones de la probabilidad de informar fraudes: la primera es operacional, ya que el auditor no independiente tenderá a eludir la realización de pruebas de auditoría que presuma puedan dar lugar al conocimiento de problemas sobre los que posteriormente tendrá que informar. La segunda reducción se asocia con la formación del juicio profesional emitido en el informe: un auditor no independiente tenderá a no informar sobre los problemas de gravedad que haya podido detectar en el transcurso de su trabajo¹⁹⁴.

Las firmas auditoras son contratadas y remuneradas por la sociedad a la que le prestan sus servicios de auditoría. En la práctica, los auditores se relacionan y dependen de los ejecutivos y administradores de la sociedad. Esta estrecha relación existente entre ambas partes hace más improbable que los primeros entren en conflicto o cuestionen decididamente las prácticas de sus empleadores ante el riesgo de perder a un cliente. Por otra parte, la prestación generalizada por parte de las firmas de auditoría de servicios de consultoría a sus clientes, también ha mermado su independencia profesional.

La falta de independencia de los auditores externos fue una de las principales materias abordadas por la SOX. Dicho cuerpo legal estableció prohibiciones y limitaciones a la prestación de servicios distintos a los de auditoría a un mismo cliente, la obligación de rotar, cada cinco años, al socio encargado de la auditoría de una sociedad, y la obligación de los

Profesión en Crisis". *Revista Valenciana de Economía y Hacienda*, Nº7, Enero 2003, págs., 26-48, Valencia, pp. 32 y 33

¹⁹³ Un claro ejemplo sobre las consecuencias que tiene la pérdida del capital reputacional en las empresas auditoras quedó de manifiesto cuando a raíz de su desempeño en el fraude financiero de Enron en Estados Unidos, se puso fin a 89 años de trayectoria de la reconocida mundialmente firma auditora Andersen.

¹⁹⁴ Garcia Benau y Vico Martinez, *Ob. Cit.* Nº 19, p. 34

auditores externos de reportarse directamente ante el Comité de Auditoría y no ante el Directorio de la sociedad, entre otras materias¹⁹⁵.

b. Bancos de Inversión cuando actúan como Agentes Colocadores de una Emisión de Valores.

Se ha considerado que los bancos de inversión también actúan como *gatekeepers* cuando desarrollan funciones de *underwriter* o agente colocador de una emisión de valores. Cuando una sociedad requiere obtener financiamiento a través de la emisión pública de valores suele recurrir a un intermediario financiero, típicamente un banco de inversión, para que éste actúe como asegurador y/o suscriptor de dichos valores. El banco de inversión solo o sindicado con otros bancos o corredores, compra la emisión primaria de un papel, para luego colocarla o venderla al mercado.

El banco de inversión, cuando actúa como *underwriter* de una emisión, no sólo asume los riesgos financieros asociados a la colocación, sino que también “endosa” su prestigio y trayectoria en post del éxito de la colocación, actuando como un verdadero intermediario reputacional entre el emisor y los potenciales inversionistas.

Para llevar a cabo una operación de *underwriting*, los bancos de inversión deben efectuar una minuciosa y completa evaluación de la empresa y de la emisión que se quiere colocar en el mercado. Dicha tarea incluye la revisión en profundidad de los antecedentes legales, económicos, financieros del emisor y cualquier otro antecedente que pueda incidir en el precio de salida de la emisión, ya que en base a ellos se estructura y propone un precio para la emisión, se prepara el prospecto y demás documentos que sean necesarios para la colocación. Como consecuencia de lo anterior, los bancos de inversión tienen una participación directa en la elaboración, revisión y certificación de la información que se da a conocer al mercado respecto de un emisor de valores, situándolos como un *gatekeeper* del mercado.

c. Abogados Corporativos Externos.

Las firmas de abogados prestan asesoría legal a las sociedades cotizadas en un sin fin de operaciones financieras y transacciones de negocios. A raíz de sus asesorías, los abogados participan en la elaboración, revisión y certificación de una cantidad importante de información de los emisores de

¹⁹⁵ Véase Título II: Independencia del Auditor (auditor independence) de la Sarbanes Oxley Act.

valores¹⁹⁶. Sin embargo, por las circunstancias que revisaremos a continuación, los asesores legales se encuentran en una situación especial y un tanto compleja en relación con los demás *gatekeepers*.

Hoy en día, el mercado de las asesorías legales en materia corporativa es sumamente competitivo, lo cual unido a la alta especialización de las firmas de abogados ha traído como consecuencia que una sola compañía tenga un staff permanente de diferentes estudios jurídicos para temas especializados. Esta tendencia, ha hecho que en la práctica los abogados externos sólo tengan un conocimiento limitado de los negocios y actividades de sus clientes y del contexto general en que la sociedad estructura sus transacciones comerciales y financieras.

En EE.UU., antes de la ola escándalos financieros, sólo existían tímidas voces que planteaban que a los abogados también les eran exigibles determinados deberes de *gatekeepers* del mercado de valores. Sin embargo, con posterioridad a estos fraudes, surgieron fuertes críticas al desempeño que mostraron en éstos las firmas legales de las compañías involucradas y puso en el debate la discusión en torno a si es compatible la calidad de abogado de un emisor de valores con la de *gatekeepers* de los inversionistas del mercado¹⁹⁷.

Los principales detractores en EE.UU. de la idea de extender los deberes de los abogados hacia los inversionistas y de convertirlos en un *gatekeepers* más del mercado de valores, han sido los propios abogados y en

¹⁹⁶ Por ejemplo, los procesos de auditoría legal de compra o “*due diligence*”, generalmente están encabezados por abogados externos de la sociedad compradora, quienes están bien posicionados para detectar las irregularidades de la empresa que se audita. Asimismo, los asesores legales suelen revisar y certificar gran parte de la información no financiera ni contable que la sociedad da a conocer al público previo a una oferta pública de acciones o a una emisión de valores.

¹⁹⁷ De acuerdo a un informe elaborado por el Colegio de Abogados de la ciudad de New York, en noviembre de 2006, sobre el rol de los abogados en el marco de los gobiernos corporativos y que buscó dar respuesta a la siguiente pregunta: ¿Dónde estaban los abogados en los escándalos financieros ocurridos en EE.UU. a partir del año 2001?, los abogados “parecen haber estado estratégicamente posicionados” como para adoptar una actitud más clara y directa respecto de las conductas de sus clientes. Según este informe, en siete de los nueve fraudes recientes en EE.UU. (Enron, WorldCom, Adelphia, Global Crossing, HealthSouth, Livent, Qwest, TV Azteca y Waste Management) los abogados debieron cuestionar con más firmeza algunas de las conductas de sus clientes. Véase: New York City Bar Association, **Report of the Task Force on the Lawyer’s Role in the Corporate Governance**, New York, Nov. 2006. Documento publicado en el sitio web de esta organización: www.nycbar.org

especial la *American Bar Association*¹⁹⁸. Esta agrupación gremial ha dado una persistente batalla en defensa del rol del abogado como “defensor” de sus clientes y por proteger los deberes de lealtad y confidencialidad que se le deben a estos últimos por sobre un deber de garantes de los intereses de los inversionistas¹⁹⁹.

En este sentido se ha argumentado que atribuirles un rol de guardianes del mercado a los asesores legales externos probablemente traería consigo un “enfriamiento de las comunicaciones” entre el cliente y su abogado, en la exclusión de estos últimos de algunas reuniones estratégicas, y, en general, en un decaimiento en su capacidad de darles consejos y una asesoría legal bien informada a sus clientes corporativos²⁰⁰. En el futuro, eventuales clientes no darán a conocer un importante flujo de información a sus abogados si saben que éstos tienen asimismo deberes hacia los inversionistas del mercado.

Por otra parte, el establecimiento de deberes de *gatekeepers* puede traer un aumento en las asesorías legales de carácter “defensivas o conservadoras”. Los abogados, con el fin de no verse expuestos a responsabilidad por los actos de sus clientes, adoptarán medidas para minimizar dicho riesgo, eligiendo clientes con negocios o actividades tradicionales, menos innovadoras y entregando una asesoría demasiado conservadora a sus clientes.

El Congreso Norteamericano tomó posición en la discusión y finalmente incorporó en la SOX normas que regulan la conducta profesional de los abogados en relación a la sociedad cotizada²⁰¹. La SOX reconoce que los abogados están en posición de poder detectar violaciones a la normativa

¹⁹⁸ La *American Bar Association* es la mayor asociación gremial de abogados a lo largo de Estados Unidos.

¹⁹⁹ Véase Coffee, John C., “The Attorney as a Gatekeeper: An Agenda for the SEC”. *The Center for Law and Economic Studies*, Working Paper Nº21, Columbia Law School, Abril 2003. Documento disponible en www.ssrn.com

²⁰⁰ Véase New York City Bar Association, *Ob. Cit.* Nº 24, pp. 5 y 61 a 64.

²⁰¹ Ilustrativo en esta materia resultan la declaraciones efectuadas al Congreso Norteamericano por Jon Corzine, actual gobernador de New Jersey, ex senador y ex CEO del banco de inversiones Goldman, Sachs & Co. Corzine fue el auspiciador de la idea de regular la conducta profesional de los abogados en materia corporativa y sobre este punto señaló: “*De hecho, en nuestro mundo corporativo actual – y puedo verificarlo por mis propias experiencias – ejecutivos y contadores trabajan día a día con abogados. Ellos les dan consejo en casi todas las transacciones. Esto significa que cuando los ejecutivos y los contadores han participado en alguna ilicitud, habían otras personas en la escena del crimen- y generalmente ellos son los abogados*” (Citado por COFFEE, ob.cit., pág. 217)

de valores por parte de sus clientes. En dichos casos, la nueva normativa establece la obligación a que quedan sujetos los abogados de reportar estas violaciones a los niveles más altos de la jerarquía organizacional de la sociedad cotizada²⁰².

d. Agencias Clasificadoras de Riesgo.

Las Agencias Clasificadoras de Riesgo son compañías especializadas que se dedican principalmente a analizar las emisiones de renta fija, con el fin de evaluar la certeza de pago puntual y completo de capital e intereses de las emisiones, así como la existencia legal, la situación financiera del emisor y la estructura de la emisión, para establecer el grado de riesgo de esta última. Lo que hacen estas compañías es clasificar la capacidad crediticia de distintas entidades y de los títulos de deuda que emiten, de modo que los inversionistas que desean ampliar dicho crédito - comprando bonos, por ejemplo - puedan entender mejor el riesgo que van a tomar de no ver un retorno de esa inversión.

Las agencias clasificadoras de riesgo han adquirido gran importancia en el mercado ya que los inversionistas confían en que una buena clasificación del crédito de una sociedad refleja los resultados de una cuidadosa, imparcial y exacta evaluación por parte de las agencias clasificadoras de riesgo del crédito de la compañía clasificada.

El mercado de la clasificación de riesgo se caracteriza por sus altos niveles de concentración. Una de las mayores barreras naturales en el negocio de la clasificación crediticia es la dominación actual de unos pocos actores, que ya gozan de un importante capital reputacional, el cual han sabido capitalizar desde que dieron inicio a esta industria hace muchas décadas atrás²⁰³.

Por último, al igual que los otros *gatekeepers*, las agencias clasificadoras de riesgo en su están sujetas a diversos conflictos de interés actividad laboral. Éstos se producen principalmente por dos razones: (i) es el emisor quien paga por la clasificación de sus valores. Esta situación podría inducir a las agencias clasificadoras a valorar a emisores más liberalmente y tender a la realización de clasificaciones más positivas de sus clientes; (ii) por el desarrollo de negocios accesorios o secundarios por parte

²⁰² Véase Sección 307 del Título III de la SOX sobre responsabilidad corporativa, que establece las "Reglas de responsabilidad profesional para abogados".

²⁰³ U.S Securities And Exchange Commission (SEC), **Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets**. Enero 2003. Documento disponible en www.sec.gov

de las compañías clasificadoras. En los últimos años, las grandes agencias de clasificación han empezado a desarrollar negocios adicionales, que incluyen servicios de evaluación de clasificaciones donde, por un honorario adicional, los emisores presentan escenarios hipotéticos a las agencias clasificadoras de riesgo para determinar cómo sus calificaciones serían afectadas por una acción corporativa propuesta (por ejemplo, una fusión, la venta de activos). Asimismo, las compañías de clasificación también prestan servicios de administración del riesgo y servicios de consultoría a sus clientes²⁰⁴.

e. Analistas Financieros.

Los analistas financieros son terceros independientes que examinan e interpretan la información de las sociedades cotizadas y luego la extrapolan haciendo sus propias predicciones, las cuales son seguidas por los inversionistas y el mercado en general. En los informes realizados por los analistas se pueden distinguir normalmente tres aspectos: la predicción de beneficios, la recomendación de inversión y el precio objetivo de la acción de una sociedad.

Para efectuar sus recomendaciones de inversión, los analistas financieros deben revisar y analizar una serie de información pública y no pública de los emisores de valores. Para asegurar el acceso a dicha información, los analistas suelen mantener fluidas relaciones y permanentes contactos con los administradores de las sociedades cuyos valores son objeto de análisis, todo lo cual les permitiría formarse una opinión informada de la situación de una sociedad.

Sin embargo, estos *gatekeepers* presentan importantes diferencias con los auditores externos, bancos de inversión y abogados corporativos, que influyen en su papel de *gatekeepers*. En primer término, normalmente los servicios que prestan los analistas en relación con un emisor son realizados simultáneamente por otros analistas. Por ejemplo, una sociedad anónima puede ser seguida y analizada por una veintena de analistas financieros, los cuales hacen sus propios reportes. En este punto, los analistas financieros se asemejan a las agencias clasificadoras de riesgo. En cambio, en el caso de los auditores externos, dos compañías de auditores no van a auditar simultáneamente a una misma empresa.

²⁰⁴ Sobre los conflictos de interés que enfrenta la industria de las clasificaciones de riesgo, véase el estudio realizado por la U.S Securities And Exchange Commission (SEC), por expreso mandato de la SOX, *Ob. Cit* Nº 30.

En segundo lugar, y he aquí la mayor diferencia, los analistas financieros no son contratados ni remunerados directamente por los inversionistas que confían en sus consejos y predicciones. En la práctica, los bancos de inversión subsidian las investigaciones de los analistas financieros.

La mayoría de las corredoras de bolsa y bancos que ofrecen servicios de banca de inversión (como por ejemplo, agentes colocadores de una emisión, asesorías en fusiones, adquisiciones o ventas de empresas) obtienen una importante parte de sus utilidades de los servicios prestados por los analistas financieros. Dada la importancia y la alta competencia por estos servicios, los bancos de inversión y agentes de valores dan una fuerte pelea por atraer a nuevos clientes y retener a los antiguos. En este sentido, los analistas financieros están expuestos a una fuerte presión dado que es improbable que las compañías que usualmente requieren de servicios de inversión elijan como socio de negocios al banco cuyo analista ha criticado su stock accionario.

Por otra parte, la objetividad de las recomendaciones de los analistas financieros se puede ver afectada por el impacto de sus análisis en el precio de las acciones. Esta situación genera una doble presión sobre la independencia de los analistas. Por un lado, los bancos de inversión aprovecharán el efecto en el alza de los precios de las recomendaciones positivas de sus analistas para vender sus servicios de inversión²⁰⁵. Y por el otro, los grandes clientes de los bancos de inversión, especialmente los inversionistas institucionales, pueden ejercer presión contra el banco con el objeto que una recomendación positiva de parte de sus analistas pueda llevar a subir el precio de sus acciones, mejorando el comportamiento de su portafolio

Otro factor que puede influir en la conducta y el desempeño de los analistas es el efecto que una pobre evaluación o ranking puede tener en sus

²⁰⁵ Un caso ilustrativo en este aspecto salió a la luz a propósito del escándalo de Enron. En la investigación llevada a cabo por el Abogado General de la ciudad de Nueva York (*New York Attorney General*) sobre el banco de inversiones Merrill Lynch, se demostró que había evidencia que indicaba que Merrill Lynch usaba al departamento de investigación o de análisis financiero del banco para vender sus servicios de banca de inversión a las compañías, esencialmente prometiéndoles que los ranking positivos de Henry Blodget, el entonces analista líder de Merrill Lynch en el ámbito de Internet, podía ser usado para convencer a los inversionistas a invertir en esas compañías, aumentando el precio de las acciones.

honorarios. Aunque cada firma remunera a sus analistas de manera diferente, generalmente sus honorarios están constituidos por bonos, cuya estructura puede variar, pero que generalmente están asociados al éxito de la firma en general. Como las investigaciones de los analistas financieros no generan ningún ingreso directo al banco de inversión y dado que una recomendación para “comprar” contribuye a generar más negocios para la firma - particularmente respecto a potenciales clientes de servicios de banca de inversión- los analistas tienen incentivos para ser positivos en las recomendaciones de las compañías que cubren.

IV. LOS GATEKEEPERS COMO ESTRATEGIA COMPLEMENTARIA DE CONTROL SOCIETARIO.

Luego de la seguidilla de escándalos corporativos que afectaron al mercado norteamericano y en menor medida a Europa, se produjo un consenso generalizado en torno a la necesidad de garantizar la calidad y veracidad de la información contable y financiera de los emisores de valores, como en el reconocimiento de que la obtención de este fin no puede depender únicamente del emisor y la autoridad sino que también de determinados auxiliares que operan en el mercado de valores, quienes también contribuyeron a que estos escándalos tuvieran lugar.

Este proceso de revisión y reforma de la normativa de valores iniciado por EE.UU., que incluyó como uno de sus aspectos esenciales el mejoramiento de la actuación de los *gatekeepers*, fue posteriormente respaldado por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)²⁰⁶ y seguido por la Comunidad Europea.

De hecho en los últimos años, este último organismo propuso expresamente incorporar a los *gatekeeper* como una estrategia complementaria de control societario para evitar la ocurrencia de nuevos fraudes corporativos

²⁰⁶ Véase el Informe elaborado por la IOSCO en febrero de 2005: “Plan de Acción para Prevenir Fraudes Financieros en los Mercados de Capitales” (*Action Plan to Strengthen Capital Markets Against Financial Fraud*), febrero de 2005. En dicho informe se identifican 7 áreas que estuvieron presentes de manera determinante y contribuyeron en los recientes fraudes corporativos y sobre los cuales los órganos regulatorios de valores deben trabajar. Tres de esa áreas tienen directa relación con los *gatekeepers* (auditores y los estándares de auditoría, el rol de los intermediarios de valores y muy especialmente de los bancos de inversión, y de los analistas financieros y agencias clasificadoras de riesgo). Documento disponible en el sitio web de esta organización: www.iosco.org

en los mercados de valores. De acuerdo a las propuestas elaboradas por la Comisión Europea existen cuatro líneas o vías que se deben adoptar para alcanzar este objetivo. La primera consiste en reforzar los controles internos de las sociedades cotizadas. En esta instancia, la fiscalización efectuada por el Directorio y muy especialmente por el Comité de Auditoría juega un rol primordial²⁰⁷. La segunda línea de acción comprende los controles externos que los *gatekeepers* ejercen sobre las sociedades y dentro de los cuales el más importante es el que realizan los auditores externos. Luego, en una tercera línea, está la supervisión y fiscalización que deben ejercer las autoridades públicas competentes encargadas de velar por el cumplimiento de la normativa de valores y el buen funcionamiento del mercado. En el caso de Chile, la SVS es la principal responsable de llevar a cabo esta tarea. Finalmente, y como última línea de acción, están los procedimientos para hacer cumplir la ley, que incluyen la labor realizada por el poder judicial y demás organismos públicos encargados de sancionar el incumplimiento de la normativa de valores y la legislación en general²⁰⁸.

Desde esta perspectiva, los *gatekeepers* son concebidos como una segunda línea privada y externa de control sobre las sociedades anónimas abiertas. La construcción de esta nueva estrategia de control se basa en los elementos comunes que comparten estos profesionales. En primer lugar, con ocasión y a raíz de los servicios que prestan en el mercado de valores tienen un acceso bastante directo y a bajo costo a la información que las sociedades emisoras de valores dan a conocer públicamente. Y en segundo lugar, prestan servicios especializados, que comprenden alguna clase de revisión, certificación y análisis de la situación contable financiera y otros aspectos relevantes de las sociedades cotizadas y de los valores que éstas emiten, lo que los coloca como los principales agentes privados capaces de detectar, prevenir y alertar oportunamente el fraude corporativo dado que un número importante de estos ilícitos implican algún grado de adulteración, omisión, o alteración de la información que los *gatekeepers* precisamente deben analizar.

²⁰⁷ También debemos considerar dentro de la primera línea de control a los accionistas reunidos en juntas. En el caso de Chile, las últimas reformas legales han estado encaminadas a facilitar el control de los accionistas sobre la administración de la sociedad.

²⁰⁸ Estas estrategias para la prevención y lucha contra los fraudes corporativos fueron diseñadas y propuestas por la Comisión de las Comunidades Europeas, en el documento "Comunicación de la Comisión al Consejo y Parlamento Europeo sobre la prevención y la lucha contra las prácticas irregulares empresariales y financieras" (COM 2004- 611 final). Bruselas, Septiembre de 2004. Documento disponible en español en el sitio web de este organismo: <http://eur-lex.europa.eu/>

Por otra parte, la actuación de los *gatekeepers* está concebida como una estrategia de control preventiva. En principio, los *gatekeepers* no están compelidos a revelar las irregularidades e ilícitos que detecten directamente a las eventuales víctimas o a la autoridad competente. Sin embargo, la existencia de indicios o abiertamente la detección de posibles delitos o fraudes obliga a los *gatekeepers* a adoptar determinadas conductas con el objeto de evitar que se continúen realizado dichas actuaciones ilícitas, de prevenirlas y/o de minimizar el daño que éstas puedan causar. Dentro de las medidas que los *gatekeepers* se pueden ver compelidos a efectuar ex post, una vez detectado el posible ilícito, está la obligación de informar estos hallazgos o dudas al directorio, el comité de auditoría o a la alta jerarquía al interior de la sociedad y/o a la autoridad competente.

¿Cómo hacer efectiva esta segunda línea de control? Lo primero, es asegurar la independencia de los *gatekeepers* respecto de los emisores que deben monitorear. Así, las principales reformas adoptadas en esta materia han ido encaminadas a prevenir y minimizar los conflictos de interés a que están expuestos estos agentes en la prestación de sus servicios profesionales.

Sin embargo, ¿es suficiente fortalecer la independencia de los *gatekeepers* para que éstos cumplan con sus deberes de guardianes? o ¿es necesario establecer regímenes especiales de responsabilidad²⁰⁹?. En EE.UU. han existido tradicionalmente dos posturas al respecto. La primera, considera que no se les debe imponer responsabilidad en varios contextos y que el capital reputacional funciona como un incentivo suficiente para que los *gatekeepers* revisen y vigilen las transacciones y la información de los emisores de una manera óptima, incluso en ausencia de responsabilidad. De acuerdo con esta posición, la responsabilidad de los *gatekeepers* será apropiada sólo en instancias limitadas, cuando la responsabilidad del emisor sea sub-óptima²¹⁰.

Otros, en cambio, argumentan que el solo capital reputacional no genera los incentivos suficientes para que los *gatekeepers* detecten y prevengan los actos ilícitos de sus clientes²¹¹, y, por lo tanto, es necesario imponer

²⁰⁹ En este trabajo nos referiremos brevemente sólo a la responsabilidad civil extracontractual de los *gatekeepers*. Cabe señalar que éstos, en su ejercicio profesional, pueden verse expuestos a responsabilidad civil (contractual y extracontractual), penal y administrativa.

²¹⁰ Partnoy, Frank, "Strict Liability for Gatekeepers: A reply to Professor Coffee". *Law and Economics Research Paper Series*, Paper Nº5, Universidad de San Diego, 2004, p. 2.

²¹¹ En este sentido Coffee y Partnoy.

regulatoriamente deberes y obligaciones en este sentido y la consecuente responsabilidad en caso de incumplimiento de los mismos.

Kraakman, hace ya dos décadas, postuló que a través del establecimiento de regímenes de responsabilidad para los *gatekeepers* se podían obtener ciertos fines regulatorios, como es la prevención de ilícitos por parte de los administradores y ejecutivos de las sociedades cotizadas, especialmente cuando los mecanismos de control internos han fallado y los regímenes de responsabilidad directa se han mostrado ineficientes²¹².

Hoy en día, esta última postura es la que ha adquirido más fuerza a raíz del pobre desempeño mostrado por los *gatekeepers* en los fraudes corporativos recientes, y la que finalmente ha prevalecido en EE.UU. Si el mercado reputacional fuese eficiente, los *gatekeepers* vigilarían a los emisores en una manera óptima para salvaguardar sus reputaciones, sin la necesidad del establecimiento de regímenes de responsabilidad especiales.

El capital reputacional de los *gatekeepers* no actúa como un incentivo suficiente para que estos agentes prevengan, detecten y alerten los fraudes corporativos e ilícitos de sus clientes. La reputación es un elemento característico de los *gatekeepers*, pero ella representa sólo un activo más de su portafolio, por lo que será necesario asignarles normativamente responsabilidad en caso de no cumplir con los deberes inherentes de guardianes, cuyo contenido dependerá del servicio que prestan y la posición en que se encuentre cada *gatekeeper*, ya que como vimos, no todos éstos están en iguales condiciones de detectar y prevenir el fraude corporativo.

De esta manera y en aplicación de los principios generales de responsabilidad civil por culpa, cuando los *gatekeepers*, a raíz de una actuación culposa o dolosa, infrinjan deberes de conductas asociados a sus labores de guardianes y a consecuencia de esta infracción se cause daños a terceros²¹³, deberán reparar el daño causado. En estos casos el estándar de

²¹² Véase Kraakman, Reiner H. "Corporate Liability Strategies and the Cost of Legal Controls". *The Yale Law Journal*, Vol. 93, Nº5, pp.857-898, Abril 1984 y Kraakman, Reiner H. "Gatekeepers: The Anatomy of a Third-party Enforcement Strategy". *Journal of Law, Economics & Organization*, Vol. 2, Nº1, pp. 53-104. Primavera 1986.

²¹³ Estimamos que se debe limitar los legitimados activos a los accionistas de la sociedad y a los terceros determinados, esto es, a aquellos que han tomado o dejado de tomar decisiones de inversión o de negocio en base a los servicios profesionales de estos agentes (informes y opiniones especializadas manifiestamente erróneos o deficientes).

cuidado debido por los *gatekeepers* está establecido directamente en la ley o algún otro cuerpo normativo.

Respecto a la prueba de la infracción o incumplimiento de un deber u obligación establecida en la ley, es útil tener presente la distinción que en materia de responsabilidad civil contractual se efectúa entre obligaciones de medios y de resultado. Aunque la mayoría de la doctrina es conteste en cuanto que dicha distinción es aplicable sólo al ámbito contractual, esta clasificación también es de utilidad para determinar cuando se entiende incumplido un deber de conducta definido en la ley²¹⁴. En las obligaciones de resultado le bastará a la víctima del daño probar la no obtención del resultado deseado por el legislador y señalado en la norma respectiva. En cambio, tratándose de obligaciones de medio, que son a las que están sujetos mayoritariamente los profesionales liberales como los *gatekeepers*, la víctima del daño deberá probar que el agente no desplegó la diligencia debida en la conducta descrita en la ley, lo que resultará más oneroso y difícil.

En EE.UU., parte de la doctrina ha sostenido que los regímenes de responsabilidad por culpa se han mostrado ineficientes y que la prueba de la debida diligencia ha servido como un medio de exoneración de responsabilidad para los *gatekeepers*. Por lo que han propuesto, al menos para los auditores externos, sistemas de responsabilidad estricta con límites²¹⁵, ya sea sobre los honorarios percibidos por los *gatekeepers*²¹⁶, o sobre un límite porcentual sobre los daños causados²¹⁷. De esta manera se

²¹⁴ Véase García González, Alejandro. **Responsabilidad Contractual. Obligaciones de Medios y de Resultado**. Editorial Lexis Nexis, Santiago., Enero 2002, pp 38 a 48.

²¹⁵ En el derecho comparado, es muy usual que los propios estatutos legales que dan lugar a un régimen de responsabilidad estricta establezcan límites máximos al monto de la indemnización de perjuicios. La lógica del establecimiento de límites es conciliar, por un lado, el interés por promover que la actividad sujeta a un régimen de responsabilidad por riesgo sea efectivamente desarrollada (lo que se logra con los límites, que permiten asumir un riesgo determinado, y en consecuencia, asegurable) y, por otro, proteger a eventuales víctimas de la actividad respectiva (lo que se logra con el estatuto de responsabilidad estricta).

²¹⁶ En este sentido Coffee John.C., "Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reform". *Law and Economics Workshop*, Working Paper N°9, Universidad de California, Berkeley, 2004.

²¹⁷ Véase Partnoy, Frank., "Barbarians at the gatekeepers?: A proposal for a Modified Strict Liability Regime". *Law and Economics Research Paper Series*, Paper N° 14, Universidad de San Diego, Agosto 2001. Documento disponible en www.ssm.com; y Partnoy, Frank., "Strict Liability for Gatekeepers: A reply to

busca evitar los principales costos de establecer un régimen de responsabilidad estricta para los *gatekeepers*, esto es, (i) generar un importante alza o aumento en los honorarios de los *gatekeepers*; y como consecuencia (ii) exacerbar los problemas de selección adversa, pudiendo operar como un mecanismo que impida finalmente el acceso al mercado de clientes sin intenciones de cometer ilicitudes²¹⁸

V. LOS GATEKEEPERS EN LOS DISTINTOS SISTEMAS DE PROPIEDAD ACCIONARIA.

La estructura de propiedad es uno de los factores que determina el sistema de gobierno de una sociedad. En el mundo, los sistemas son básicamente dos: los de propiedad dispersa y los de propiedad concentrada, aunque cabe señalar que en ningún país estos sistemas se presentan de manera absoluta sino más bien existe un predominio de un sistema por sobre otro²¹⁹.

La estructura de propiedad accionaria predominante en un mercado, determinará en gran medida las características principales de éste. Los mercados de capitales en que predomina una estructura de propiedad accionaria atomizada se caracterizan por ser mercados más desarrollados, con alta liquidez y estrictos requerimientos de información. Por su parte, los mercados donde predomina una alta concentración de la propiedad suelen ser mercados poco profundos, con bajos niveles de rotación accionaria, con sistemas legales menos desarrollados y con una institucionalidad judicial carente de especialización en materias económicas.

Los escándalos corporativos no son un fenómeno que se presentan en un mercado particular, como quedó demostrado con el fraude de Parmalat en Europa y el de Inverlink en Chile. Es por esto que reforzar la actuación de los *gatekeepers* como una segunda línea de control externo sobre las sociedades cotizadas es una política regulatoria aplicable y efectiva independiente de la estructura del mercado accionario. Sin embargo, hay que tener presente que la

Professor Coffee". *Law and Economics Research Paper Series*, Paper N°5, Universidad de San Diego. 2004.

²¹⁸ Sobre esta materia véase Hamdani, Assaf. "Gatekeepers Liability", Discussion Paper N° 442, Harvard Law School, Octubre 2003.

²¹⁹ No existe consenso sobre cual de estos dos sistemas es mejor. Se ha sostenido que la causa de la adopción de uno u otro sistema está en las diferencias existentes en las legislaciones y en los sistemas judiciales, señalando que en aquellos países donde la protección a los accionistas es débil la reacción del mercado ha sido concentrar la propiedad de las compañías en manos de unos pocos inversionistas, dando lugar a sistemas de propiedad concentrada.

estructura de propiedad del mercado influye en la capacidad y efectividad de la vigilancia que ejercen los *gatekeepers*²²⁰, y será un elemento a considerar al momento de diseñar una política de control preventiva en torno a estos agentes.

La capacidad de estos terceros de detectar y prevenir la comisión de fraudes corporativos dependerá, entre otras cosas, de la naturaleza de estos fraudes, de los probables autores de estos ilícitos y del tipo de vínculo e influencia que éstos ejerzan sobre los *gatekeepers*. Dicho de otra manera, la capacidad de control que pueden ejercer los *gatekeepers* esta directamente relacionada con qué agente deben fiscalizar – administradores y ejecutivos y/o accionistas controladores - al interior de la sociedad y cuales son las conductas típicas en que éstos incurrir para cometer fraudes e irregularidades.

La naturaleza y el tipo de ilícito en que puede incurrir una sociedad cotizada es variado. Sin embargo, en atención a los diversos incentivos que generan las distintas estructuras de propiedad accionaria se pueden extraer modelos típicos de conductas ilícitas.

En los mercados en donde predominan una estructura de propiedad atomizada, serán los ejecutivos y administradores sociales quienes típicamente incurrirán en prácticas irregulares y actos ilícitos, aprovechando el mayor poder y discrecionalidad de que gozan para favorecer sus propios intereses por sobre los de los accionistas²²¹.

Por otra parte, en los sistemas de propiedad concentrada, como los predominantes en Europa Continental y particularmente en Chile, el control de la sociedad está típicamente localizado en un accionista o en un grupo familiar – los accionistas controladores - quienes ejercen un control directo en la administración de la sociedad al tener la capacidad de elegir directamente a la mayoría de los miembros del Directorio.

En estos sistemas, serán los accionistas controladores quienes típicamente serán los protagonistas de los fraudes corporativos y autores de los actos y prácticas ilícitas al interior de la sociedad. Los accionistas mayoritarios

²²⁰ En este sentido Coffee, John C.

²²¹ En estos mercados, los principales mecanismos utilizados para solucionar los problemas de agencia han sido a través de tomas de control hostil e incentivos de compensación a los administradores y ejecutivos basados en opciones sobre acciones de la sociedad. Estos sistemas de compensación crearon fuertes incentivos para que los administradores y altos ejecutivos manipularán las utilidades de la sociedad con el objetivo de hacer subir el precio de las acciones de las compañías y así aumentar sus ganancias al momento de hacer efectivas dichas opciones. Este tipo de prácticas caracterizó los fraudes financieros de Enron y WorldCom.

tratarán de sacar el mayor provecho o abusar de los beneficios privados del control sin necesariamente manipular los estados financieros, por ejemplo, a través de la realización de transacciones de *self dealing* o autocontratación societaria (transacciones con partes relacionadas) o del uso de información privilegiada²²².

A los *gatekeepers* les será más difícil fiscalizar a los accionistas controladores que a los ejecutivos y administradores de la sociedad, principalmente porque los primeros pueden abusar de los beneficios privados del control a través de diversos mecanismos, los cuales son difíciles de detectar para agentes externos de la sociedad y suelen no verse reflejados en la información que la sociedad da a conocer públicamente. Además, en estas jurisdicciones, los sistemas legales son menos exigentes en cuanto a los requerimientos informacionales a que están sujetos los emisores de valores.

Por otra parte, en los regímenes de propiedad dispersa se pueden adoptar medidas para que los *gatekeepers* no se reporten directamente a los agentes que deben monitorear. Sin embargo, esta respuesta no funciona así de bien en los sistemas de propiedad concentrada. En esos sistemas, incluso un comité de auditoría independiente puede servir a los intereses de los accionistas controladores²²³.

²²² En estas sociedades el accionista controlador o un grupo controlador no necesita confiar o depender de un mecanismo indirecto de control, como el *equity compensation* o *stock options*, para alinear los intereses de la administración y, por tanto, no tienen motivación para crear artificialmente ganancias ya que tienen menos interés en el precio diario del capital accionario. Es por eso, que en la mayoría de los países en donde predomina un sistema de propiedad concentrada no se utilizan mayormente este sistema de compensación basado en opciones sobre acciones.

²²³ Por ejemplo, tratándose de los auditores externos, en los sistemas de propiedad dispersa, los administradores pueden ejercer presión sobre estos profesionales, pero este problema puede solucionarse modificando el circuito interno, alejando a los auditores de los administradores y haciéndolos reportarse y depender del comité de auditoría de la sociedad, que es lo que hizo la SOX. En cambio, en un sistema de propiedad concentrada estos mecanismos de reforzamiento de la independencia del auditor funciona peor porque el auditor le seguirá reportando a un directorio que en sí mismo es potencialmente servicial o subordinado a los accionistas controladores. Así, en estos sistemas el auditor aparece como menos independiente porque nunca podrá escapar verdaderamente del control de la parte que se espera que monitoree.

VI. LOS *GATEKEEPERS* EN EL MERCADO DE VALORES CHILENO.

La regulación de los *gatekeepers* en el mercado local es bastante dispar. Por un lado, la Ley de Mercado de Valores (LMV) contiene una detallada y adecuada regulación de las agencias clasificadoras de riesgo, que aborda los posibles conflictos de interés, inhabilidades y exigencias a que están sujetos estos agentes. Por el otro, existen importantes deficiencias en la regulación de los servicios de auditoría externa y el rol de los abogados corporativos como *gatekeepers* del mercado es prácticamente ignorado. En cuanto a los analistas financieros, sólo recientemente mediante mecanismos de autorregulación, como las normas adoptadas por el Comité de Regulación de la Bolsa de Comercio de Santiago, se está empezando a abordar los diferentes conflictos de interés que afectan su actividad profesional.

A continuación revisaremos sucintamente el marco regulatorio que rige a los principales *gatekeepers* del mercado en Chile.

a. Auditores Externos.

La Ley de Sociedades Anónimas (LSA) exige que todas las empresas preparen sus cuentas financieras anuales de acuerdo con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados de Chile (PCGA)²²⁴, y que las sociedades inscritas sean auditadas cada año por un auditor independiente²²⁵. Por su parte, el artículo 56 del Reglamento de Sociedades Anónimas (RSA) obliga a que los auditores apliquen las Normas de Auditoría Generalmente Aceptadas (NAGA) y, específicamente para las sociedades anónimas abiertas, que acaten cualquier directiva emitida por la SVS en materia de auditoría²²⁶.

²²⁴ Artículo 73 de la Ley 18.046.

²²⁵ Además de los auditores externos, la legislación chilena contempla la figura de los “inspectores de cuentas”. El artículo 51 de la LSA dispone que las juntas ordinarias de accionistas de las sociedades anónimas cerradas deberán nombrar anualmente dos inspectores de cuentas, o bien auditores externos independientes con el objeto de examinar la contabilidad, inventario, balance y otros estados financieros. Además, podrán vigilar las operaciones sociales y fiscalizar las actuaciones de los administradores y el fiel cumplimiento de sus deberes legales, reglamentarios y estatutarios. Los inspectores de cuenta no deben inscribirse en los registros de la SVS como tampoco quedan sujetos a su fiscalización.

²²⁶ El Colegio de Contadores de Chile, una organización de afiliación voluntaria, está legalmente reconocido como el cuerpo responsable del desarrollo y emisión de los PCGA y NAGA.

En conformidad a lo dispuesto en la LSA, es la Junta Ordinaria de Accionistas de las S.A.A el órgano encargado de designar anualmente los auditores externos y la encargada de pronunciarse respecto de los informes que éstos emitan. Los auditores externos tienen la obligación de informar a los accionistas sobre el cumplimiento de su cometido²²⁷.

Los auditores externos deben ser elegidos de entre los inscritos en el registro que, para ese fin, lleva la SVS y quedan sujetos a su fiscalización²²⁸.

En cuanto a la responsabilidad civil a que están sujetos los auditores externos, el artículo 53 inciso 2º de la LSA establece que éstos responderán hasta de la culpa leve por los perjuicios que causaren a los accionistas con ocasión de sus actuaciones, informes u omisiones.

La evaluación efectuada en el año 2003 por el Banco Mundial respecto al nivel de cumplimiento de Chile de los principios de la OECD²²⁹ sobre gobiernos corporativos²³⁰ concluyó que nuestro país “observaba” o “ampliamente observaba” 13 de 23 de estos principios²³¹. Gran parte de los principios “parcialmente observados” en Chile corresponden al capítulo de divulgación informativa y transparencia y, específicamente, a los principios que deben regir la actividad de los auditores externos.

De acuerdo al Reporte del Banco Mundial, en el país se cumplen parcialmente: (i) el principio IV-B que establece que la información deberá ser elaborada, auditada y divulgada con arreglo a las normas de alta calidad en materia de contabilidad y revelación de información financiera y no financiera y de auditoría, y (ii) el principio IV-C que dispone que una auditoría anual debe ser efectuada por un auditor independiente con el fin de proveer una opinión externa y objetiva de la forma en que los estados financieros han sido preparados y presentados.

Las principales falencias detectadas en materia de auditoría y cuya revisión el Banco Mundial recomienda son:

²²⁷ Artículo 52 Ley 18.046.

²²⁸ Artículo 53 Ley 18.046.

²²⁹ Organization for Economic Cooperation and Development.

²³⁰ Banco Mundial. “Report on the Observance of Standards and Codes (ROCS). Corporate Governance Country Assessment. Chile”. Mayo 2003. Documento disponible en www.worldbank.org/governance/reports/

²³¹ Este reporte del Banco Mundial se hizo en base a los principios de la OECD del año 1999, los cuales fueron posteriormente revisados y adecuados a las nuevas realidades observadas en los años siguientes a su promulgación. El año 2004 la OECD dicta una versión corregida y actualizada de los principios de un buen gobierno corporativo.

i) La legislación chilena permite que los auditores externos sean personas naturales o jurídicas. Se recomienda que los auditores sólo actúen a través de una persona jurídica.

ii) En cuanto a la capacidad técnica de los auditores externos locales, se considera que los requisitos para calificar como tal son insuficientes, especialmente en la medida que no incluyen un examen profesional.

iii) La norma que autoriza que los auditores externos puedan poseer directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas más del 3% de su capital suscrito, debido a que afecta su independencia. Se recomienda modificar la LSA y el RSA para prohibir que los auditores externos sean propietarios de acciones cuyos estados financieros son auditados por ellos y derogar el actual límite de 3% de participación permitida.

iv) Asimismo, se recomienda separar o prohibir que los auditores externos presten servicios de consultoría simultáneamente a sus clientes. En esta materia, la ley chilena no establece restricciones en cuanto a que los auditores externos también presten servicios distintos a los de auditoría a sus clientes. La SVS sólo requiere que los emisores separen los honorarios de consultoría de los de auditoría.

v) Finalmente, se recomienda la creación de una Junta de Normas de Contabilidad de Chile, para que opere como el único cuerpo oficialmente facultado para establecer las normas de contabilidad para la información financiera de propósito general en el sector empresarial. Asimismo, se propone la creación de una Junta Supervisora Pública de Auditores Externos, encargada de calificar a los auditores externos, establecer las normas relativas a la profesión, hacer cumplir estas normas a través de inspecciones in situ y procedimientos disciplinarios, y proporcionar información al público.

A raíz de las recomendaciones efectuadas por el Banco Mundial, a mediados del año 2005, el Ejecutivo presentó al Congreso Nacional el “Proyecto de Ley que crea el Consejo Superior de Empresas Públicas, regula a las Empresas de Auditoría Externa, y modifica el estatuto de los directores de Sociedades Anónimas, las normas de administración de las mismas y los estatutos de las Empresas Públicas”²³². Uno de los objetivos del proyecto en comento era mejorar la industria de auditoría externa en el país, recogiendo las

²³² Boletín N° 3.949-05. Disponible en el sitio web de la Biblioteca del Congreso Nacional, www.bcn.cl

recomendaciones recientemente señaladas. Sin embargo, su tramitación no prosperó al ser rechazado por el Senado, el 07 de marzo de 2006, por falta de quórum.

Posteriormente, con fecha 4 de Septiembre de 2007, se presentó al Congreso un nuevo Proyecto de Ley que modifica normas de la Ley sobre Sociedades Anónimas y de la Ley sobre Mercado de Valores, con el objeto de incrementar los estándares y la eficacia de los gobiernos corporativos de las empresas²³³. Este proyecto, que actualmente se encuentra en su primer trámite constitucional en la Cámara de Diputados, recoge nuevamente las observaciones efectuadas por el Banco Mundial y busca perfeccionar y adecuar a los estándares internacionales la actual normativa que rige la auditoría externa, materia en la que, sin duda, la legislación chilena es aún insuficiente²³⁴.

²³³ Boletín Nº 5301-05. Disponible en línea, www.bcn.cl

²³⁴ El proyecto de ley en comento, deroga la norma que permite que las auditorías externas de las sociedades anónimas abiertas puedan ser llevadas a cabo por personas naturales, estableciendo la exigencia de que las mismas sean efectuadas por una Empresa de Auditoría Externa, las que quedarán sometidas a la fiscalización de la SVS. Al igual que la sección 201 de la SOX, el proyecto contiene un catálogo de servicios prohibidos no relacionados con la auditoría externa, que dichas empresas no podrán prestar simultáneamente y respecto de una misma entidad auditada. Asimismo, el proyecto dispone que en aquellas sociedades que cuenten con comité de directores, se requerirá la autorización de dicho comité para contratar, de la empresa de auditoría externa, la prestación de otros servicios que, no estando incluidos en el listado de servicios prohibidos, no formen parte de la auditoría externa (una norma de igual naturaleza contiene la sección 202 de la SOX). Finalmente, el proyecto de ley dispone que las empresas de auditoría deberán: señalar a la administración de la entidad auditada y al comité de directores, en su caso, las deficiencias que se detecten dentro del desarrollo de la auditoría externa en la adopción y mantenimiento de prácticas contables, sistemas administrativos y de auditoría, así como en el cumplimiento de las obligaciones tributarias de la sociedad y la de sus filiales incluidas en la respectiva auditoría; comunicar a los organismos supervisores pertinentes, cualquier deficiencia grave y no solucionada por la administración de la entidad auditada, que pueda afectar la adecuada presentación de la posición financiera o de los resultados de las operaciones de la entidad auditada; e, informar a la entidad auditada, dentro de los dos primeros meses de cada año, si los ingresos obtenidos de ella, por sí sola o junto a las demás entidades del grupo al que ella pertenece, cualquiera sea el concepto por el cual se hayan recibido tales ingresos, e incluyendo en dicho cálculo aquellos obtenidos a través de sus filiales y matriz, superan 10% del total de ingresos operacionales de la empresa de auditoría externa correspondientes al año anterior.

b. Agencias Clasificadoras de Riesgo.

La legislación chilena regula a las agencias clasificadoras de riesgo en un título especial - Título XIV- de la LMV, con altos niveles de precisión y exigencias, mayores aun de las que existían incluso en EE.UU.

En conformidad a la LMV, las entidades clasificadoras de riesgo tendrán como exclusivo objeto clasificar los valores de oferta pública, pudiendo realizar, además, las actividades complementarias que autorice la Superintendencia²³⁵. Asimismo, deberán inscribirse en un registro que para estos efectos lleva la SVS y quedan bajo su fiscalización²³⁶.

Las agencias clasificadoras de riesgo deben necesariamente constituirse como sociedad de personas y su capital social deberá pertenecer a lo menos en un 60% a los socios principales. Asimismo, las entidades clasificadoras están sujetas al cumplimiento de un patrimonio mínimo igual o superior a 5 mil Unidades de Fomento para poder inscribirse y operar en el mercado de capitales chileno²³⁷.

La normativa chilena regula con bastante detalle las principales inhabilidades²³⁸ y conflictos de interés a que están sujetos las entidades clasificadoras. En relación a los conflictos de interés, la LMV señala que cuando la sociedad clasificadora o alguno de sus socios principales sea considerado persona con interés en un emisor determinado, no podrá clasificar los valores de este último. Asimismo, no podrá encomendárseles la dirección de una clasificación a personas consideradas con interés en el emisor de esos valores²³⁹.

Para asegurar la independencia de las entidades clasificadoras, la LMV dispone que los ingresos obtenidos por el servicio de clasificación de valores de oferta pública que se realice en forma obligatoria o voluntaria²⁴⁰,

²³⁵ Artículo 71 Ley 18.045.

²³⁶ Actualmente, existen 4 entidades clasificadoras inscritas en los registro de la SVS. Estas compañías son: Humphreys Ltda.; Feller-Rate Clasificadora de Riesgo Ltda.; Fitch Chile Clasificadora de Riesgo Ltda.; Internacional Credit Rating Cía. Clasificadora de Riesgo Ltda. (fuente www.svs.cl).

²³⁷ Artículo 72 Ley 18.045.

²³⁸ Artículo 79 Ley 18.045.

²³⁹ El artículo 81 de la Ley 18.045, señala cuando se entiende que se tiene interés en un emisor determinado.

²⁴⁰ En nuestro sistema existen dos clases de clasificación: las obligatorias y las voluntarias. En el caso de las primeras, la LMV establece que los emisores de valores de oferta pública que emitan títulos representativos de deuda, deberán contratar, a su costo, la clasificación continua e ininterrumpida de dichos valores con a lo menos dos

provenientes de un mismo emisor o grupo empresarial no podrán exceder del 15% de los ingresos totales en un año, por concepto de clasificación, a contar del inicio del tercer año de registrada la sociedad clasificadora²⁴¹.

Las personas y entidades que participen en las clasificaciones de riesgo deberán emplear en el ejercicio de sus funciones el cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios y responderán solidariamente de los perjuicios causados a terceros por sus actuaciones dolosas o culpables²⁴².

Debemos señalar, que en materia de clasificaciones de riesgo, el DL 3.500, que establece un Nuevo Sistema de Pensiones, creó la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR)²⁴³ y dispuso que las AFPs sólo podrán adquirir los instrumentos que permite la ley sólo una vez que éstos hayan sido aprobados por CCR²⁴⁴.

El artículo 103 inciso 3 del DL 3.500, dispone que los miembros de la Comisión Clasificadora de Riesgo, los integrantes de la Secretaría Administrativa, los funcionarios públicos o aquellas personas que tomen conocimiento de las proposiciones de aprobación de instrumentos o de las clasificaciones presentadas a la CCR para su consideración, que presentaren o difundieren información falsa o tendenciosa respecto de los instrumentos que aquella deba aprobar o rechazar, sufrirán la pena de reclusión menor en sus grados mínimo a medio e inhabilitación para ejercer cargos en la CCR y en cualquier oficio público por todo el tiempo que dure la condena, sin perjuicio de las acciones civiles que correspondan.

clasificadoras de riesgo diferentes e independientes entre sí. En cambio, los emisores de valores de oferta pública que emitan acciones o cuotas de fondos de inversión podrán someter voluntariamente a clasificación tales valores.

²⁴¹ Artículo 81 bis Ley 18.045.

²⁴² Artículo 93 Ley 18.045.

²⁴³ La CCR es un organismo con personalidad jurídica y patrimonio propio, formado con los aportes efectuados por las AFPs. Esta Comisión fue creada el año 1985 mediante la Ley 18.398, que incorporó un nuevo Título XI al DL 3.500. Integran la CCR el Superintendente de AFP, el Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras, el Superintendente de Valores y Seguros, y cuatro representantes de las AFPs, elegidos por éstas.

²⁴⁴ El artículo 45 del DL 3.500, que señala en qué instrumentos se pueden invertir los recursos provenientes de los Fondos de Pensiones, también establece ciertas excepciones a la obligación de aprobación previa por parte de CCR.

c. Agente Colocador de Emisión de Valores.

En Chile pueden actuar como agentes colocadores de una emisión de valores los bancos, agentes de valores y corredoras de bolsa. En el caso de los bancos, el Nº 25 del artículo 69 de la Ley General de Bancos, los autoriza a actuar como agentes colocadores de acciones de primera emisión de sociedades anónimas abiertas, encargándose de su colocación sin garantizarla, o bien, comprometiéndolo su garantía para tal efecto.

La LMV establece que los bancos no estarán obligados a inscribirse en el Registro de Corredores de Bolsa y Agentes de Valores para efectuar las funciones de intermediación de acuerdo a las facultades que les confiere la Ley General de Bancos. Sin embargo, quedarán sujetos a todas las otras disposiciones de la LMV en lo referente a sus actividades como tales²⁴⁵.

Sin embargo, en conformidad a lo dispuesto por el artículo 23, letra c) de la LMV, las acciones inscritas en el Registro de Valores sólo podrán ser intermediadas por corredores de bolsa (y no por agentes de valores). Los bancos que de acuerdo con sus facultades reciban órdenes de sus clientes para comprar o vender este tipo de acciones deberán ejecutar dichas órdenes a través de un corredor de bolsa²⁴⁶, el que sí debe estar inscrito en el registro que al efecto lleva la SVS.

Sin perjuicio de lo anterior, la norma recién citada autoriza a los corredores de bolsa y los agentes de valores que participen en una oferta pública de acciones de una nueva emisión a efectuar fuera de bolsa, por un período de 180 días a contar de la fecha del Registro en la SVS de dicha emisión, las transacciones necesarias para llevar adelante la oferta.

En el caso de los agentes de valores y corredoras de bolsa, éstos se encuentran regulados en la LMV y quedan bajo la fiscalización de la SVS. La LMV dispone que pueden ser intermediarios de valores tanto personas naturales como jurídicas y establece los requisitos patrimoniales y técnicos mínimos que deben cumplir para poder inscribirse como agentes de valores o corredores de bolsa en los registros de la SVS²⁴⁷.

²⁴⁵ Artículo 25 Ley 18.045.

²⁴⁶ La letra a) del artículo 70 de la Ley General de Bancos establece que los bancos e instituciones financieras podrán constituir en Chile sociedades filiales destinadas a efectuar, entre otras, las funciones de agentes de valores y corredoras de bolsa.

²⁴⁷ La recientemente dictada legislación que reforma el Mercado de Capitales, conocida como MK2, aumentó los requerimientos técnicos para ser intermediario de valores. Actualmente, es necesario acreditar, además de haber cursado la

El artículo 34 de la LMV señala que los corredores de bolsa y los agentes de valores serán responsables de la identidad y capacidad legal de las personas que contrataren por su intermedio; de la autenticidad e integridad de los valores que negocien, de la inscripción de su último titular en los registros del emisor cuando esto sea necesario y de la autenticidad del último endoso, cuando proceda.

Por su parte, el artículo 65 de la LMV dispone que la publicidad, propaganda y difusión que por cualquier medio hagan emisores, intermediarios de valores, bolsas de valores, corporaciones de agentes de valores y cualquiera otras personas o entidades que participen en una emisión o colocación de valores, no podrá contener declaraciones, alusiones o representaciones que puedan inducir a error, equívocos o confusión al público sobre la naturaleza, precios, rentabilidad, rescates, liquidez, garantías o cualquiera otras características de los valores de oferta pública o de sus emisores.

Finalmente, la LMV contempla normas relativas a la responsabilidad penal a que pueden estar sujetos los agentes de valores y corredores de bolsa. El artículo 59, que tipifica conductas relacionadas con la certificación de la información, en su letra c) establece que sufrirán las penas de presidio menor en su grado medio a presidio mayor en su grado mínimo, los corredores de bolsa y agentes de valores que den certificaciones falsas sobre las operaciones en que hubieren intervenido.

d. Analistas Financieros.

La Ley General de Bancos autoriza expresamente a los bancos a prestar servicios de asesoría financiera²⁴⁸. Para llevar a cabo estos servicios los bancos deberán constituir en el país sociedades filiales, las cuales quedarán bajo la fiscalización de la SBIF²⁴⁹. Sin embargo, la SBIF, mediante normas de carácter general, podrá autorizar a los bancos para que realicen directamente servicios de asesoría financiera.

educación básica y media o estudios equivalentes, conocimientos suficientes en la intermediación de valores.

²⁴⁸ El artículo 69, N°17 de la Ley General de Bancos establece que los bancos podrán actuar como agentes financieros de instituciones y empresas nacionales, extranjeras o internacionales, y prestar asesorías financieras.

²⁴⁹ Artículo 70, letra b), DFL N°3, 1997, Ley General de Bancos.

Por su parte, el artículo 27 de la LMV, dispone que las corredoras de bolsa y agentes de valores puedan realizar además de operaciones de corretaje de valores, las actividades complementarias que autorice la SVS²⁵⁰.

La legislación nacional, a diferencia de la SOX, no regula los conflictos de interés y presiones de distinta naturaleza que pueden afectar a los analistas financieros, especialmente a raíz de la prestación de servicios de banca de inversión y corretaje de valores²⁵¹.

Sin embargo, y pese a no existir mandato legal alguno que los obligue, en diciembre de 2007, el recientemente creado Comité de Regulación de la Bolsa de Comercio de Santiago, emitió un documento que contiene las “Recomendaciones sobre Normas de Conductas para los Corredores de Bolsa”²⁵², con el objeto, como se indica en el mismo documento, de resolver los eventuales conflictos de interés inherentes al negocio bursátil y entregar a los clientes un servicio con los más altos estándares de confiabilidad. Dentro de las materias expresamente abordadas por el Comité de Regulación están los posibles conflictos de interés que puedan afectar al analista del área o Departamento de Estudio de una corredora de bolsa, y establece, por ejemplo, que en cualquier análisis o recomendación divulgada por escrito al público, inclusive por Internet, un analista deberá declarar: si es titular, directa o indirectamente, de valores mobiliarios de inversión de compañías objeto de sus análisis que representan el 5% o más de su patrimonio personal o está envuelto en la adquisición o intermediación de sus valores mobiliarios; si el analista o el corredor al cual está vinculado recibe remuneración por servicios prestados o representa relaciones comerciales con cualquiera de las compañías cuyos valores mobiliarios fueron objeto de análisis; si su remuneración o esquema de compensación del cual es integrante está entrelazado con cualquiera de los valores mobiliarios emitidos por compañías analizadas. Asimismo, el analista deberá esclarecer cualquier vínculo (familiar, laboral, de negocios, de amistad u otro relevante) que mantenga con personas vinculadas a la compañía cuyos valores fueron materia de análisis.

²⁵⁰ Mediante la Circular de Carácter General Nº 887 de 1989, la SVS autoriza a los intermediarios de valores a prestar asesoría o realizar estudios en diversas materias de carácter financiero.

²⁵¹ La SOX señala las áreas, reglas y aspectos mínimos que la SEC o las Bolsas de Valores de dicho país, bajo la supervisión de la SEC, deben adoptar para reglamentar los conflictos de interés que rodean la actividad de los analistas financieros. En dicho país se ha intentado crear verdaderas “murallas chinas” dentro de las entidades financieras e intermediarios de valores respecto de sus departamentos de estudios.

²⁵² Documento disponible en el sitio web de la Bolsa de Comercio de Santiago, www.bolsadesantiago.com.

Dado la reciente dictación de las normas propuestas por el Comité de Regulación aún no es posible evaluar su cumplimiento. Sin embargo, consideramos que éstas van encaminadas en la dirección correcta, y constituyen un primer e importante paso en transparentar la labor que efectúan los analistas financieros y en fortalecer la independencia y objetividad que debe caracterizar su trabajo.

e. Abogados Corporativos Externos.

La legislación nacional de valores no contiene normas especiales sobre la conducta profesional de los asesores legales en el ámbito corporativo.

Una reforma constitucional del año 2005, le devolvió la tuición ética a los colegios profesionales sobre sus miembros, cuya afiliación es voluntaria²⁵³. En el caso de profesionales no afiliados, la Constitución dispone que éstos serán juzgados por tribunales especiales establecidos en la ley²⁵⁴. El Colegio de Abogados de Chile, es la asociación gremial que ejerce dicha tuición sobre los abogados en el país y el Código de Ética Profesional de dicho organismo contiene las normas de conducta ética a que deben ceñirse sus colegiados.

Como ya se señaló, los abogados corporativos se encuentran en una posición especial y distinta a los demás *gatekeepers*. La protección del deber de lealtad hacia el cliente y la obligación de proteger el secreto profesional son las principales razones que se han esgrimido para excluirlos como *gatekeepers* del mercado de valores²⁵⁵. Pese a reconocer estas limitantes, consideramos que en diversas circunstancias los asesores legales corporativos están en condiciones de detectar y prevenir el fraude de sus clientes (la sociedad cotizada). En estos casos, los abogados pueden adoptar ciertas medidas que no impliquen la violación del secreto profesional ni una infracción a los deberes

²⁵³ Reforma constitucional introducida por la Ley 20.050, publicada en el Diario Oficial el 26.08.2005.

²⁵⁴ En las disposiciones transitorias de la Constitución, se dispuso que: “En tanto no se cree los tribunales especiales a que alude el párrafo cuarto del N° 16 del Art. 19°, los reclamos motivados por la conducta ética de los profesionales que no pertenezcan a Colegios Profesionales, serán conocidos por los Tribunales Ordinarios”.

²⁵⁵ El Código Ética Profesional establece que el secreto profesional constituye un deber hacia los clientes y un derecho del abogado. Sin embargo, el artículo 12 dispone que cuando un cliente comunica a su abogado la intención de cometer un delito, tal confidencia no queda amparada por el secreto profesional, y señala expresamente que el abogado debe hacer las revelaciones necesarias para prevenir un acto delictuoso o proteger a personas en peligro. Por otra parte, en nuestro país, la violación del secreto profesional por parte de un abogado constituye un delito penado por la ley (artículos 231 y 247 del Código Penal).

que se les debe a sus clientes. Un ejemplo de estas medidas son las adoptadas por la SOX respecto de los abogados.

Por último, nuestra legislación permite que un abogado que se desempeña como asesor legal de una sociedad cotizada ejerza simultáneamente el cargo de director de la misma. En este caso consideramos que el abogado deja de reunir los requisitos que distinguen a los *gatekeepers*, como por ejemplo, su calidad de *outsiders* de la sociedad, de independiente de la misma, y su rol de intermediario reputacional entre la compañía y el mercado. Estimamos que, en estos casos, el rol de director prevalece al de asesor legal de la sociedad, y por lo tanto, no corresponde exigirles el cumplimiento de obligaciones propias de los *gatekeepers*²⁵⁶.

CONCLUSIÓN.

i) La trascendental tarea de garantizar la transparencia informativa en los mercados de valores y en especial respecto de la calidad y veracidad de la información contable y financiera de los emisores de valores no depende únicamente de éstos últimos y de los entes fiscalizadores sino que también los denominados *gatekeepers* del mercado de valores.

ii) Muy especialmente auditores externos, bancos de inversión y asesores legales en materia corporativa, y, en menor medida, agencias clasificadoras de riesgo y analistas financieros, por la naturaleza de los servicios profesionales que prestan, están posicionados para detectar, prevenir y denunciar la comisión de fraudes financieros por parte de los emisores de valores. Razón por la cual deben ser considerados como una estrategia complementaria de control societario.

iii) Para que los *gatekeepers* puedan efectivamente ejercer este rol de guardianes, la legislación de valores debe propender a fortalecer y asegurar la independencia de estos profesionales y ha establecer mecanismos que permitan hacer efectiva la responsabilidad en caso de incumplimiento de estos deberes de control. Como vimos, luego de los escándalos financieros recientes, esta tarea ha sido llevada a cabo tanto en EE.UU. como en Europa.

²⁵⁶ Sobre los eventuales conflictos de interés entre rol de director de una sociedad anónima y el de abogado del controlador, véase la ponencias efectuadas por los abogados Arturo Prado Puga y Alejandro Ferreiro Yazigi, en el seminario organizado por el Colegio de Abogados de Chile, “El Rol de los Abogados y los Conflictos de Interés en los Directores de las Sociedades Anónimas”, del 15 de junio de 2005. El contenido de estas presentaciones se encuentran disponible en el Colegio de Abogados de Chile.

iv) Sin embargo, en Chile esta es una tarea aún pendiente. El propio concepto de *gatekeepers* del mercado de valores es prácticamente desconocido en nuestro país, donde cada uno de estos profesionales es abordado de manera aislada, sin recoger ni hacerles exigible determinados deberes de control sobre los emisores de valores, y específicamente sobre la información que estos últimos dan a conocer al mercado.

v) La legislación chilena vigente que regula a los *gatekeepers* es insuficiente en varios aspectos, especialmente en asegurar la independencia de los auditores externos y analistas financieros.

vi) Tratándose de los auditores externos, el recientemente presentado proyecto de ley que modifica normas de la Ley sobre Sociedades Anónimas y de la Ley sobre Mercado de Valores, con el objeto de incrementar los estándares y la eficacia de los gobiernos corporativos de las empresas - en los términos planteados por el Ejecutivo - aborda las principales falencias y vacíos de la regulación vigente en materia de auditoría externa. La prohibición de prestar simultáneamente servicios distintos de la auditoría externa y la exigencia de la autorización previa por parte de la junta de accionistas y/o de el comité de directores para que la empresa de auditoría externa preste otra clase de servicios, siempre que éstos no estén prohibidos, parecen ser medidas adecuadas para garantizar la independencia y objetividad de los auditores externos y que van encaminadas a fortalecer su rol de *gatekeeper*.

Por su parte, el fortalecimiento de las facultades de control y decisión de las juntas de accionistas y del comité de directores en materia de auditoría externa y de elaboración de la información contable financiera de la sociedad, son medidas que permiten sustraer a los auditores del poder e influencia de la administración de la sociedad, reduciendo la probabilidad que estos *gatekeepers* se coludan con los últimos en prácticas ilícitas, con lo cual también se protegen los intereses de los accionistas minoritarios²⁵⁷.

²⁵⁷ El proyecto de ley en comentario dispone que el Comité de Directores deberá estar constituido siempre por una mayoría de independientes y, si está mayoría no se alcanza sólo el único director independiente tendrá derecho a voto. Asimismo, se le confieren mayores funciones y atribuciones, dentro de las cuales se encuentra: (i) el deber de informar al directorio, en forma previa a la aprobación de los estados financieros que se presentarán a los accionistas, respecto de cualquier cambio relevante en los criterios contables aplicados durante el periodo correspondiente y las observaciones sobre los mecanismos de control interno formuladas por la empresa de auditoría externa, y; (ii) autorizar la contratación de la empresa de auditoría externa para la prestación de servicios que no formen parte de la auditoría externa, cuando ellos no se encuentren prohibidos. Finalmente, el proyecto asegura

un presupuesto mínimo para que funcione el Comité y pueda realizar una labor eficaz y acorde a sus funciones.