



**LOS GUARDIANES PRIVADOS (*GATEKEEPERS*)
DEL MERCADO DE VALORES**

TESIS

MAGÍSTER EN DERECHO, MENCIÓN DERECHO ECONÓMICO

AUTOR: JAVIERA MÉNDEZ AMUNÁTEGUI

PROFESOR GUÍA: FRANCISCO PFEFFER URQUIAGA

Santiago, CHILE

Enero 2008

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCION.....	01
CAPITULO I: LOS GATEKEEPERS	04
I. Los “Gatekeepers”. Concepto y Alcance del Término	04
1. Orígenes de la expresión “Gatekeeper”	04
2. Concepto de Gatekeepers en el ámbito del Mercado de Valores.....	05
a) Los Gatekeepers como Policías Privados	07
b) Los Gatekeepers como Agentes Reputacionales.....	10
c) Delimitación del Concepto de Gatekeepers.....	11
II. Los Gatekeepers del Mercado de Valores.....	17
1. Auditores Externos.....	18
2. Bancos de Inversión. Underwriters o Agente Colocador de una Emisión De Valores.....	21
3. Abogados Corporativos Externos.....	22
4. Analistas Financieros.....	25
5. Agencias Clasificadoras de Riesgo.....	29
III. Los Gatekeepers en los Distintos Sistemas de Propiedad Accionaria.....	32
1. El Mercado de Valores y la Estructura de de Propiedad Accionaria....	32
2. Los Gatekeepers en los distintos Sistemas de Propiedad Accionaria.....	33
a) Los Gatekeepers en los Sistemas de Propiedad Accionaria Dispersa.....	34
b) Los Gatekeepers en los Sistemas de Propiedad Accionaria Concentrada.....	36
CAPITULO II: REGULACION DE LOS GATEKEEPERS EN EL MERCADO DE VALORES NORTEAMERICANO.....	40
I. El escándalo financiero de Enron y los Gatekeepers.....	40
1. La caída de Enron.....	41
2. La actuación de los Gatekeepers en el caso de Enron.....	44

3. Principales razones de los escándalos financieros recientes en EE.UU. y del pobre desempeño que tuvieron los Gatekeepers en detectarlos y/o prevenirlos.....	45
a) Sistema de Compensación de Directores y Ejecutivos.....	46
b) Relajación y Exceso de Confianza de los Inversionistas. Burbuja Financiera (Bubble Market).....	48
c) Falla en los Sistemas de Control Interno de las Sociedades Cotizadas.....	49
d) Falla en los Sistemas Privados y Externos de Control. Problemas de Agencia y Conflictos de Interés de los Gatekeepers.....	50
II. Reacción Legislativa: La Sarbanes Oxley Act y su regulación de los Gatekeepers.....	54
1. Regulación de los Auditores Externos.....	55
2. Regulación de los Abogados Corporativos.....	59
3. Regulación de los Analistas Financieros.....	61
4. Regulación de las Agencias Clasificadoras de Riesgo.....	63
III. Paralelo entre el caso de Enron y el fraude financiero protagonizado por Parmalat.	67
CAPITULO III: LOS GATEKEEPERS DEL MERCADO DE VALORES CHILENO.....	70
I. El Mercado de Valores Chileno.....	70
1. Estructura del Mercado.....	70
2. Marco Regulatorio del Mercado de Valores Chileno.....	72
II. Regulación de los Gatekeepers del Mercado de Valores Chileno.....	74
1. Auditores Externos.....	74
a) Marco Regulatorio.....	74
b) Inspectores de Cuentas de Sociedades Anónimas Cerradas.....	77
c) Evaluación del Cumplimiento de Chile de los Principios del Buen Gobierno Corporativo de la OECD y sobre Normas de Contabilidad y Auditoría.....	79

d) Reacción Legislativa a las Recomendaciones del Banco Mundial	
Proyecto de Ley del año 2005.....	81
2. Agencias Clasificadoras de Riesgo.....	82
3. Agente Colocador de Emisión de Valores.....	87
4. Analistas Financieros.....	89
5. Abogados Corporativos Externos.....	91
III. El Caso Inverlink: El Enron Chileno.....	95
1. El Holding Inverlink.....	95
2. Cronología del Escándalo Financiero “Banco Central-Inverlink-CORFO.....	96
3. Los Gatekeepers del Caso Inverlink.....	99
CAPITULO IV: ALGUNAS CONSIDERACIONES ENTORNO A LA	
RESPONSABILIDAD CIVIL EXTRA CONTRACTUAL DE LOS	
GATEKEEPERS.....	104
I. Estatutos de Responsabilidad a que están sujetos los Gatekeepers.....	104
II. Responsabilidad Civil Extracontractual o por Culpa de los Gatekeepers.....	106
1. Aspectos Generales.....	106
2. El Deber General de Cuidado en los distintos Gatekeepers.....	109
a) Estándar de Cuidado Debido establecido por el Juez.....	109
b) Estándar de Cuidado Debido establecido por la Ley	110
i) El Deber General de Cuidado en los Auditores Externos....	111
ii) El Deber General de Cuidado en los demás Gatekeepers....	114
3. Insuficiencia de las Normas de conducta debida por los Gatekeepers	
establecidas en la Legislación Vigente.....	117
a) Deber de detectar, prevenir y comunicar la existencia de fraude....	118
b) Deber de detectar, prevenir y comunicar la existencia de fraude	
de los Auditores Externos.....	119
c) Deber de detectar, prevenir y comunicar la existencia de fraude	
en los demás Gatekeepers.....	123
III. Regímenes de Responsabilidad Extracontractual propuestos por la Doctrina	
Norteamericana.....	124
1. Responsabilidad Estricta.....	125

a) Los Beneficios de un Régimen de Responsabilidad Estricta.....	126
b) Los Costos de un Régimen de Responsabilidad Estricta.....	126
2. Sistemas Intermedios: Responsabilidad estricta con Límites.....	129
a) Responsabilidad Estricta con Límites sobre los Honorarios Percibidos.....	129
b) Responsabilidad Estricta con un Límite Porcentual de los Daños Causados.....	130
CONCLUSION.....	132
Lo Bueno, lo Malo y las Tareas Pendientes entorno a los Gatekeepers.....	132
1. Auditores Externos.....	134
2. Demás Gatekeepers.....	140
3. Otras Tareas Pendientes: Perfeccionar el Régimen de Responsabilidad a Que deben sujetarse los Gatekeepers.....	140
BIBLIOGRAFIA.....	143

ABREVIATURAS

AFP	Administradora de Fondos de Pensión
ADR	<i>American Deposit Receipt</i>
CCR	Comisión Clasificadora de Riesgo
DFL	Decreto con Fuerza de Ley
DL	Decreto Ley
EEUU	Estados Unidos
LMV	Ley de Mercado de Valores
LSA	Ley de Sociedades Anónimas
NAGA	Normas de Auditoría Generalmente Aceptadas
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
PCGA	Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados de Chile
RSA	Reglamento de Sociedades Anónimas
SBIF	Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras
SEC	U.S. Securities Exchange Commission
SOX	Sarbanes Oxley Act
SVS	Superintendencia de Valores y Seguros

RESUMEN

El presente trabajo tiene por objeto entregar un marco teórico general entorno a la actuación, los deberes de monitoreo y control que ejercen auditores externos, analistas financieros, agentes colocadores de valores, agencias clasificadoras de riesgo y asesores legales externos de las sociedades cotizadas en el mercado de valores. Pese a la distinta naturaleza de los servicios profesionales que estos agentes prestan, comparten elementos comunes que permiten agruparlos bajo una denominación común: *gatekeepers*¹. Bajo este término, la doctrina norteamericana agrupa a una serie de profesionales externos de las sociedades anónimas abiertas, que con ocasión de la prestación de sus servicios profesionales ejercen un control privado sobre éstas.

En el Capítulo I analizaremos los orígenes del término *gatekeeper*, su alcance en el ámbito de los mercados de valores y los elementos esenciales que los caracterizan. Asimismo, revisaremos como la estructura de propiedad accionaria predominante en un mercado de capitales determinado repercute en las labores de monitoreo y en la capacidad de prevenir y detectar el fraude corporativo por parte de estos actores privados.

En el Capítulo II describiremos como el escándalo corporativo protagonizado por la empresa Enron en Estados Unidos dejó al descubierto una serie de falencias en la actuación de los *gatekeepers* y cómo a partir de dicho fraude el perfeccionamiento en el desempeño de estos agentes ha marcado la agenda regulatoria del mercado de valores norteamericano. Sobre este punto, revisaremos las principales reformas introducidas por la ley de valores estadounidense conocida como la “*Sarbanes-Oxley Act*”.

El Capítulo III se centrará en el mercado de valores Chileno y en una descripción de la actual regulación a que están sujetos los *gatekeepers* en el país. Como veremos, pese a las

¹ 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 este término, para efectos de la investigación y elaboración de la Tesis utilizaremos el concepto en inglés.

importantes reformas legislativas introducidas en estos últimos años tendientes a perfeccionar y profundizar el mercado de capitales chileno, el estudio, la revisión y adecuación de la normativa que rige a los *gatekeepers*, en especial la relativa a los auditores externos, sigue siendo una tarea pendiente.

Finalmente, en el Capítulo IV esbozaremos los principales aspectos entorno al régimen de responsabilidad civil extracontractual que puede dar origen la actuación profesional de los *gatekeepers* y los distintos modelos de responsabilidad propuestos para ellos por la doctrina norteamericana.

INTRODUCCIÓN

La presente investigación tiene como objetivo principal entregar un marco teórico general, basado en el desarrollo alcanzado por la doctrina y legislación norteamericana, que sirva de base para introducir en Chile la discusión en torno al rol y los deberes que le son exigibles a un colectivo de profesionales que se desempeñan en el ámbito del mercado de valores y que por las características de los servicios profesionales que desempeñan están en condiciones de ejercer un control de carácter privado sobre las sociedades cotizadas, sus negocios y emisiones.

En Estados Unidos, se ha considerado mayoritariamente que ejercen esta función de control los auditores externos, bancos de inversión, abogados corporativos, agencias clasificadoras de riesgo y analistas financieros. En dicho país, estos agentes han sido denominados genéricamente como *gatekeepers*¹ en atención a su rol de guardianes de la transparencia del mercado.

La ola de escándalos financieros que afectaron el mercado norteamericano y en especial el protagonizado por Enron el año 2001, dejó al descubierto importantes deficiencias en los sistemas de control interno y externo a que están sujetas las sociedades cotizadas y en los mecanismos para prevenir y detectar actos ilegales y fraudes corporativos por parte de los emisores de valores. En el caso de los controles externos, no sólo las autoridades públicas encargadas de fiscalizar el correcto funcionamiento del mercado de valores fallaron en detectar oportunamente la comisión de estos fraudes, sino que también los auditores externos que auditaban dichas empresas, los abogados que las asesoraban y bancos de inversión con que operaban normalmente estas compañías. Las agencias clasificadoras de riesgo y analistas financieros que clasificaban y analizaban permanentemente estas sociedades tampoco detectaron ninguna irregularidad.

¹Término 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 la investigación y elaboración de la Tesis utilizaremos el concepto en inglés.

A partir de estos fraudes financieros, legisladores y la doctrina estadounidense concentraron por primera vez de manera decidida su atención en la actuación de los *gatekeepers* en el mercado de valores y en diseñar en torno a ella una nueva y complementaria herramienta de control externo de las sociedades cotizadas, distinta a la fiscalización ejercida por la autoridad pública, que permita reforzar la transparencia del mercado y prevenir la comisión de nuevos fraudes. Es por esta razón que la revisión que se efectúa en el presente trabajo de la experiencia vivida en Estados Unidos con el escándalo de Enron, de la actuación de los *gatekeepers* en el mismo y la nueva normativa contenida en la ley de valores estadounidense conocida como la *Sarbanes Oxley Act* (SOX) nos servirá para introducir esta nueva temática y contextualizar la importancia de los *gatekeepers* en el funcionamiento de los mercados de valores.

La construcción de una nueva estrategia de control en torno a los *gatekeepers* se basa en los elementos comunes que comparten estos profesionales. En primer lugar, éstos 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.

En segundo lugar, los *gatekeepers* 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 y los delitos financieros en que puedan incurrir los emisores de valores dado que un número importante de estos ilícitos implican algún grado de adulteración, omisión, o alteración de la información que los *gatekeepers* deben precisamente analizar.

Resaltar la importancia de los *gatekeepers* como mecanismo de control de las sociedades cotizadas y de prevención de ilícitos y fraudes corporativos es, también, uno de los objetivos perseguidos por este trabajo.

En Chile el concepto de *gatekeeper* es prácticamente desconocido. Auditores externos, bancos de inversión, abogados corporativos, agencias clasificadoras de riesgo y analistas financieros son tratados y regulados de manera individual y aislada, sin abordarlos bajo un

estatuto común que recoja la capacidad que detentan estos profesionales de ejercer un control privado sobre las sociedades cotizadas, la cual los posiciona como una estrategia complementaria para prevenir los fraudes corporativos en los mercados de valores. Asimismo, y a diferencia de la reacción legislativa que en EEUU culminó con la dictación de la SOX, en el país el mejoramiento de la actuación de los *gatekeepers* no ha formado parte de las últimas reformas introducidas al mercado de capitales².

Es por esto, que el tercer y último objetivo perseguido por esta tesis, es revisar en términos generales y descriptivos el marco normativo a que actualmente están sujetos los *gatekeepers* en Chile e identificar las principales tareas pendientes y posibles reformas que sean necesarias adoptar en esta materia con el objeto que nuestra legislación consagre el rol de guardianes privados del mercado que ejercen auditores externos, bancos de inversión, abogados corporativos externos, agencias clasificadoras de riesgo y analistas financieros, y que adecue sus normativa con la finalidad de mejorar la actuación y la calidad de los servicios que estos profesionales prestan en el mercado de valores.

Finalmente es importante destacar que por tratarse de una investigación que busca presentar e introducir un nuevo concepto – el de *gatekeeper* – en el mercado chileno, se enfrenta con la limitación de no poder abordar en profundidad y resolver todas las materias de interés que surgen en torno a los *gatekeepers*. Sin embargo, esperamos que esta tesis sirva de punto de partida y motive el desarrollo de nuevos estudios e investigaciones que nos permitan construir una teoría y estatuto armónico en torno a estos profesionales y que se adecue a la realidad de nuestro mercado de valores local.

² 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. Asimismo, cabe señalar, y como se verá más adelante, que a principios del mes de septiembre del presente año el Poder Ejecutivo presentó al Congreso Nacional un proyecto de ley que, entre otras materias, contiene una reforma a la auditoría externa.

CAPÍTULO I: LOS GATEKEEPERS

I. Los “Gatekeepers”. Concepto y Alcance del Término

1. Orígenes de la expresión “gatekeeper”

Gatekeeper es un término en idioma inglés compuesto por dos palabras distintas: *gate*, esto es, puerta y *keeper* que significa guardián o cuidador. Estas dos palabras unidas pueden traducirse al español como portero o un guardián de una entrada o acceso. Este concepto 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 específico.

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 desempeñaban las dueñas de casas en la cadena alimenticia de sus familias. Lewin postuló que las esposas o madres eran *gatekeeper* de los miembros de su familia al ser ellas quienes decidían que alimentos finalmente consumían sus hijos y esposos en cada comida³.

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 no⁴.

³Véase LEWIN, Kart. *Field Theory in Social Science: Selected Theoretical Paper*. New York, Harper & Row, 1951.

⁴ Véase WHITE, David M. *The Gatekeeper, A Case Study in the Selection News*. *Journalism Quarterly*, vol. 27, pp. 383-396, 1950.

A pesar que la expresión *gatekeeper* comprende un concepto genérico de custodios, existen acepciones con matices distintos dependiendo del área en que se aplique. A lo largo de este trabajo emplearemos el término *gatekeepers* únicamente circunscrito al ámbito del mercado de valores y mantendremos su expresión en su idioma original – inglés – debido a la falta de un término en español que sirva para traducir con precisión e inequívocamente el uso y el significado que la doctrina norteamericana le da a este término en el ámbito corporativo.

2. Concepto de *Gatekeepers* en el ámbito del Mercado de Valores

En el ámbito del mercado de valores la expresión *gatekeepers* también engloba la idea de guardián y ha sido utilizada, en un sentido amplio, para identificar a aquellos agentes que monitorean a los emisores de valores y en especial la información que éstos entregan al mercado, contribuyendo a la transparencia del mismo. Por la amplitud del concepto, los entes públicos reguladores y fiscalizadores del mercado de valores son también considerados por algunos como *gatekeepers*. Sin embargo, en su acepción más común, este término hace 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.

Bajo la denominación común de *gatekeepers* se ha agrupado a un conjunto de profesionales independientes - auditores externos, bancos de inversión (cuando actúan como agentes colocadores), asesores legales externos, analistas financieros y agencias clasificadoras de riesgo - que se desempeñan en el ámbito del mercado de capitales y que son considerados guardianes del mismo al prestar servicios profesionales especializados, que por su naturaleza implican ejercer un determinado grado de control y fiscalización en la actuación de los emisores de valores, en especial de las sociedades que cotizan en bolsa. Otra característica común de los *gatekeepers* es su carácter de intermediarios reputacionales entre los emisores de valores y el mercado.

Después de la ola de escándalos financieros que sacudió a EEUU a principios de esta década, el esfuerzo de las autoridades, reguladores y del mercado en general de dicho país se centró en diseñar políticas y mecanismos que permitan combatir y prevenir la comisión de prácticas ilícitas y fraudes financieros por parte de las sociedades cotizadas. Por otra parte, estos sucesos gatillaron que la mayoría de las jurisdicciones del mundo iniciaran un proceso de revisión de sus normativas de valores internas con el objeto de adoptar las medidas pertinentes para evitar nuevos fraudes, restituir la confianza de los inversionistas y propender el aseguramiento de mercados financieros transparentes, eficientes y justos⁵. Esta revisión ha incluido no sólo la evaluación del desempeño de los principales órganos internos de las sociedades cotizadas y de los organismos fiscalizadores, sino también del papel que jugaron en dichos escándalos financieros los *gatekeepers*.

Desde el punto de vista regulatorio, existen principalmente cuatro líneas o vías que se pueden adoptar para evitar la ocurrencia de fraudes corporativos en los mercados de valores. 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 primordial⁶. 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 general⁷.

⁵ De acuerdo a la Organización Internacional de Comisiones de Valores (*Internacional Organization of Securities Commission* (IOSCO)), los tres objetivos principales que persigue la regulación de los mercados de valores son: (i) dar protección a los inversionistas; (ii) garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes y (iii) la reducción del riesgo sistémico.

⁶ 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.

⁷ 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

Los *gatekeepers* estarían en una posición privilegiada para llevar a cabo la segunda línea privada y externa de control sobre las sociedades anónimas abiertas al tener acceso, generalmente directo y a bajo costo, a un importante flujo de información del emisor y por contar con la independencia, idoneidad técnica y experiencia profesional para analizar y verificar la exactitud y veracidad de dicha información.

Esta reciente tendencia de centrar entorno a la actuación de los *gatekeepers* parte importante de las nuevas políticas destinadas a mejorar y reforzar los controles sobre las sociedades cotizadas, en especial sobre sus administradores, es en gran medida resultado del fracaso que mostraron en esta tarea los mecanismos internos de control societario y los de carácter público en los fraudes corporativos recientes en EEUU.

a) Los *Gatekeepers* como Policías Privados

En materia corporativa, la política de recurrir a terceros para prevenir conductas socialmente indeseables por parte de los emisores de valores fue desarrollada por primera vez, a mediados de los años 80, por Reiner H. Kraakman, quien utilizó el concepto de “responsabilidad de los *gatekeepers*” (*gatekeepers liability*), para identificar una posible estrategia para prevenir la comisión de actos 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 ineficientes⁸.

Kraakman 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*

Comisión al Consejo y Parlamento Europeo sobre la prevención y la lucha contra las prácticas irregulares empresariales y financieras”. Bruselas, Septiembre de 2004.

⁸ Véase KRAAKMAN, Reiner H. Corporate Liability Strategies and the Cost of Legal Controls. The Yale Law Journal, Vol. 93, N°5, 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, N°1, pp. 53-104. Primavera 1986.

ley”⁹. Esta cooperación - usualmente bienes especializados, servicios, o formas de certificación que son esenciales para que los actos ilícitos tengan éxito o puedan prosperar - es la “puerta” 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 ilegales¹⁰.

Bajo esta definición, 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.

Este autor también señala que a través de medidas regulatorias, como el requerimiento de licencias, se pueden crear *gatekeepers* donde no existían antes. Por ejemplo, un sistema de prescripciones médicas permite que doctores y farmacéuticos bloqueen el abuso de sustancias controladas¹¹.

De acuerdo a la definición de Kraakman, los *gatekeepers* actúan básicamente como un policía privado que ha sido introducido dentro de un determinado proceso para prevenir la comisión de actos ilícitos. Este autor sostiene que no es difícil entender por qué auditores externos, abogados, directores independientes y agentes colocadores de valores son un blanco probable para el desarrollo de políticas regulatorias destinadas a la prevención de fraudes e ilícitos corporativos. Por la naturaleza de los servicios que prestan estos profesionales a la sociedad cotizada, tienen o deberían tener un acceso preferencial a la información que permitiría detectar oportunamente la comisión de prácticas ilícitas por parte de los administradores sociales.

⁹ KRAAKMAN, Reiner H. Gatekeepers: The Anatomy of a Third-party Enforcement Strategy”. Journal of Law, Economics & Organization, Vol. 2, N°1, pág.53. Primavera 1986.

¹⁰ KRAAKMAN, Ob. Cit. N°9, pág. 54.

¹¹ KRAAKMAN, Ob. Cit. N°9, pág. 54.

Contractual o informalmente, cada uno de estos profesionales realiza un servicio de monitoreo privado de la sociedad en representación del mercado de capitales. Pero más importante, cada uno es un agente externo con una carrera y un activo o capital más allá de la sociedad. Sobre este punto, Kraakman sostiene que los *gatekeepers* enfrentan incentivos que difieren sistemáticamente de los incentivos de los administradores de una sociedad cotizada. En general, estos terceros podrán obtener bastante menos beneficios y tendrán mucho más que perder por los delitos en que incurra la sociedad que sus ejecutivos y administradores, y, por lo tanto, serán más reacios que estos últimos a arriesgar una responsabilidad personal en representación de la sociedad. Dada estas características, los *gatekeepers* están mejor posesionados para detectar ilicitudes ya que será más difícil o al menos más costoso inducirlos a participar o colaborar en la comisión de actos ilícitos¹².

En la definición de Kraakman no está presente el requisito de que estos agentes privados no formen parte de la estructura corporativa de la sociedad. Para este autor los directores independientes de las sociedades cotizadas son igualmente *gatekeepers* pese a que forman parte de la estructura interna de la compañía a la que deben fiscalizar y a que están sujetos al cumplimiento de deberes fiduciarios específicos y de distinta naturaleza, lo que los diferencia de los demás *gatekeepers*.

Por otra parte, en la definición en análisis no cabría incluir a dos profesionales que en EEUU han sido ampliamente considerados como *gatekeepers*, estos son, los analistas financieros y las agencias clasificadoras de riesgo. Estos agentes, mediante la negación de sus servicios profesionales, no tienen la capacidad de impedir o vetar directamente la realización de transacciones que constituyan actos ilícitos o irregulares por parte de las sociedades emisoras sobre cuyos valores emiten su opinión o clasificación, según corresponda.

¹² KRAAKMAN, Reinier H. Corporate Liability Strategies and the Cost of Legal Controls. The Yale Law Journal, Vol. 93, N° 5, 1984, pp.857-898. Pág. 891. Artículo disponible en www.jstor.org

b) Los Gatekeepers como Agentes Reputacionales

Para el profesor de la Universidad de Columbia, John C. Coffee, 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 reputacional¹³.

Para Coffee, los *gatekeepers* son “*intermediarios reputacionales que proveen servicios de verificación o certificación a los inversionistas*”¹⁴. Bajo este concepto, son considerados *gatekeepers*, por ejemplo, los auditores externos que certifican que los estados financieros de una sociedad cumplen con los principios de contabilidad generalmente aceptados y los abogados corporativos que preparan, revisan y/o analizan la documentación e información de la sociedad que se da a conocer al mercado.

Un punto central en la definición de Coffee es el carácter de intermediarios con un capital reputacional de los *gatekeepers*, 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 honorario¹⁵. A diferencia de Kraakman, para Coffee los directores independientes de una sociedad no pueden ser considerados *gatekeepers*, 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.

Los *gatekeepers* le prestan su reputación a los emisores y a través de sus servicios profesionales disminuyen los problemas de asimetría de información, acercando los distintos intereses de los participantes del mercado de capitales.

¹³ Véase COFFEE, John C. Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. Law and Economics Workshop, Universidad de California, Berkeley, Working Paper N°9. 2004. págs. 10 y 11; y COFFEE, John C. Gatekeepers. The Professions and the Corporate Governance. New York. Oxford University Press, 2006. pág.2.

¹⁴ COFFEE, John C. Understanding Enron: It's about Gatekeepers, Stupid. The Center for Law and Economics Studies, Columbia Law School, Working Paper N° 207. Julio 2002. Artículo disponible en www.ssrn.com

¹⁵ COFFEE, Ob. Cit. N° 14, pág.6.

c) Delimitación del Concepto de Gatekeepers

La presente Tesis adscribe a una definición de *gatekeepers* intermedia, que recoge los elementos centrales de la definición de Kraakman y de Coffee. Para efectos de este trabajo entenderemos por *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”.

Los elementos constitutivos y característicos que subyacen de la precedente definición son:

1. Pueden ser personas naturales y/o jurídicas

La palabra “agente” es comprensiva tanto de personas naturales como jurídicas, ya que los *gatekeepers* pueden prestar sus servicios profesionales actuando de ambas maneras. Por exigencias de carácter normativas, generalmente, los *gatekeepers* deben operar a través de una persona jurídica distinta, contar con un patrimonio mínimo, etc. Sin embargo, y por ejemplo, en el caso de los auditores externos de las sociedades anónimas abiertas, la legislación chilena permite que éstos actúen como personas naturales.

La distinción entre personas naturales y jurídicas adquirirá relevancia cuando se quiera hacer efectiva algún tipo de responsabilidad en el patrimonio de los *gatekeepers*.

2. Son agentes privados

Aunque no se señala expresamente en la definición, es de la esencia de la misma que los *gatekeepers* sean agentes privados distintos de la autoridad pública. Como agentes privados, los *gatekeepers* no detentan facultades ni potestades de control y fiscalización propios de los organismos públicos ni tampoco les es exigible que efectúen dichas labores en su reemplazo.

3. Son intermediarios reputacionales

Siguiendo la línea del profesor Coffee, consideramos que el capital reputacional es un elemento característico de los *gatekeepers*. 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 los *gatekeepers* dependen de la reputación y el prestigio que se hayan ganado por la calidad de sus servicios a través de los años.

El capital reputacional, asimismo, 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 oligopolio¹⁶¹⁷.

Sin embargo, la idea que los incentivos propios del mercado operan eficientemente y, que por tanto, son suficientes para que los *gatekeepers* lleven a cabo dicha función sin que sea necesario dictar regulación alguna ni establecer normas especiales de responsabilidad perdió

¹⁶ COFFEE, John C. *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance*. New York. Oxford University Press. 2006. Pág. 3.

¹⁷ La industria de la auditoría y de las agencias clasificadoras de riesgos son las más concentradas en el mercado de los *gatekeepers*. Según un estudio elaborado por la 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, EEUU, Francia, Italia, Japón, Reino Unido y Rusia) el porcentaje alcanza el 99%.

fuerza luego de que tuviesen lugar los escándalos financieros recientes en EEUU y el de Parmalat en Europa.

En Chile, el concepto de capital reputacional no es 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. Por ejemplo, el artículo 88 de la LMV, que trata sobre la clasificación de los títulos representativos de deuda, hace referencia a las clasificadoras de riesgo internacionales de reconocido prestigio. El DFL N° 251 de 1931, Ley de Seguros, en su artículo 16, letra c) y en su artículo 21, número 7, acápite 4, se refiere a las agencias clasificadoras de riesgo de reconocido prestigio internacional a juicio de la SVS. La ley 19.908, que permite la emisión de deuda pública mediante medios inmateriales y autoriza al Fisco y a otras entidades del sector público para la contratación de instrumentos de cobertura de riesgos financieros, en su artículo 5, también contempla la exigencia que las agencias clasificadoras gocen de reconocido prestigio internacional.

El uso de la expresión “reconocido prestigio” no es aplicable exclusivamente a las agencias clasificadoras de riesgo dado que el legislador también la empleó para referirse a otro *gatekeeper*: los auditores externos. La ley 18.815, que regula fondos de inversión, en su artículo 5, número 22, hace alusión a los auditores externos de reconocido prestigio. Por su parte, el artículo 29 de la Ley General de Bancos, se refiere a los auditores externos de reconocido prestigio internacional.

La mayoría de las normas citadas precedentemente exigen que el prestigio de que deben gozar las agencias clasificadoras de riesgo y auditores externos sea de carácter internacional. Entendemos que en aquellos casos en que la norma no establece expresamente esta exigencia basta que el prestigio de los *gatekeepers* sea reconocido en el mercado nacional. La SVS es el organismo facultado para determinar cuando estas compañías cumplen con el requisito de gozar de un reconocido prestigio internacional o local, según lo exija la norma.

4. Son profesionales independientes

Sin perjuicio que algunos *gatekeepers* como los abogados, auditores externos o bancos de inversión, se vinculan con la sociedad emisora a través de una relación de carácter contractual, estos profesionales, para poder cumplir cabalmente con su rol de *gatekeepers* e intermediarios reputacionales deben ser independientes.

Los *gatekeepers* actúan como intermediarios entre la sociedad cotizada y los inversionistas, por lo que necesariamente deben ser profesionales 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 intermediario reputacional le prestan su prestigio a la sociedad con la finalidad de facilitar que los inversionistas o el mercado confíen en la información que da a conocer la sociedad públicamente.

Sin embargo, en la práctica, la independencia de los *gatekeepers* se ve mermada por la presencia de conflictos de interés.

5. Los *gatekeepers* prestan servicios especializados, de certificación y verificación de la información del emisor

Los *gatekeepers* revisan, certifican, analizan un importante flujo de información de los emisores y de los valores que éstos transan en el mercado. Estos agentes prestan sus servicios profesionales y su capital reputacional para garantizar la confiabilidad de la información que una sociedad emisora da a conocer al mercado y es en el cumplimiento de esa labor que los *gatekeepers* se encuentran en una posición privilegiada para detectar prácticas irregulares por parte de las sociedades cotizadas.

Por otra parte, la capacidad de los *gatekeepers* 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.

A diferencia de Coffee, estimamos que no todos los inversionistas o potenciales inversionistas del mercado de valores son los destinatarios finales de los deberes y obligaciones 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 los *gatekeepers*.

6. Están posicionados para detectar y prevenir los fraudes corporativos

Lo que distingue a los *gatekeepers* y les confiere la calidad de tal no es sólo su carácter de intermediarios reputacionales sino que la capacidad de detectar y prevenir el fraude corporativo. Por la especialidad de los servicios profesionales que prestan y el acceso directo que tienen a la información del emisor, los *gatekeepers* están en una posición privilegiada para actuar como un “perro guardián” del mercado.

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 *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.

7. No todos los *gatekeepers* son iguales

Los agentes que tradicionalmente han sido sindicados como *gatekeepers* y que reúnen los elementos señalados precedentemente, no están (i) en igual posición para detectar y prevenir la realización de fraudes contables y financieros, (ii) sujetos a idénticos niveles obligacionales, y, por consiguiente, no le es aplicable un estatuto único de responsabilidad, (iii) desempeñan igual rol como garantes informacionales de las sociedades emisoras.

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 afecta la independencia y objetividad de sus labores, crea conflictos de interés y problemas de agencia, además es relevante para determinar el grado de acceso y la calidad de la información de la sociedad que tienen 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 y abogados a la información.

Esta distinción entre los diferentes *gatekeepers* es el contorno que permite esbozar los deberes, obligaciones y grado de responsabilidad a que están sujetos estos agentes, existiendo diferentes grados y matices entre ellos.

Por otra parte, y como se verá más adelante, la estructura del mercado accionario también repercute y condiciona la capacidad de los diferentes *gatekeepers* de detectar y prevenir los fraudes corporativos.

8. Es una estrategia que opera ex antes

La figura de los *gatekeepers* está concebida como una estrategia de control preventiva, cuya fuerza consiste precisamente en prevenir y evitar que tengan lugar fraudes, irregularidades e ilicitudes por parte de las sociedades cotizadas.

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 realizando 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.

II. Los Gatekeepers del Mercado de Valores

De acuerdo a la definición que hemos dado en el presente trabajo de *gatekeepers*, consideramos que ejercen este rol los siguientes profesionales: auditores externos, bancos de inversión – principalmente cuando actúan como agentes colocadores de una emisión de valores – asesores legales externos de las sociedades cotizadas, analistas financieros y agencias clasificadoras de riesgo.

Sin embargo, en base a la distinta naturaleza de los servicios que prestan y la consecuente disímil capacidad de detectar y prevenir los fraudes financieros y corporativos de los emisores, clasificaremos a los *gatekeepers* en tres niveles distintos de acuerdo al grado de deberes y responsabilidad en su calidad de guardianes. En el primer nivel se encuentran los auditores externos y bancos de inversión. En un segundo nivel, están los abogados corporativos, quienes están en una posición especial y más delicada para asumir deberes de *gatekeeper*. Finalmente, se encuentran los analistas financieros y agencias clasificadoras de riesgo cuyo rol como *gatekeepers* es más difuso que el de los anteriores agentes, pero no menos relevante para efectos de contribuir a la transparencia del mercado y fortalecer la confianza en el mismo.

A continuación revisaremos la función que desempeñan estos auxiliares del mercado de valores, su rol como *gatekeepers* y las principales dificultades y conflictos que enfrentan para desarrollar dicha labor.

1. Audidores Externos

La información y la transparencia son un eje central en el funcionamiento de los mercados financieros, sus participantes deben constantemente dar a conocer al público un número importante de antecedentes para que los inversionistas puedan tomar sus decisiones de inversión debidamente informados. Es por esto que en todos los mercados financieros del mundo, con mayor o menor profundidad, las sociedades cotizadas están obligadas a preparar y publicar información financiera y contable de la empresa, cualquier hecho esencial que las afecta, como también información relativa a los valores que emiten.

Dado la dificultad - desde el punto de vista de los costos y la eficiencia - que un organismo público pueda revisar la corrección y dar fe de la información contable y financiera de todas las empresas que participan en el mercado de capitales, los distintos ordenamientos jurídicos han asignado parte de esta responsabilidad en terceros ajenos a la estructura y administración societaria, en 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 aceptados¹⁸.

Los auditores externos son reconocidamente los principales y más importantes *gatekeepers* del mercado de valores. A pesar que el objetivo central de las auditorías externas no es la detección y prevención de fraudes, en el proceso de revisión y certificación de la información contable y financiera de la sociedad cotizada, los auditores están en una posición estratégica para, primero, detectar irregularidades y, luego, alertar sobre las mismas en sus informes de auditoría.

¹⁸ Compendio de Normas de Auditoría Generalmente Aceptadas de Chile, sección 110 N°01.

Los auditores externos actúan como intermediarios reputacionales entre los administradores de sociedad cotizada y sus accionistas y entre la sociedad y el mercado. Los accionistas y demás inversores confían que la revisión que efectúan los auditores y las opiniones que vierten en sus informes de auditoría sobre los estados financieros y contables que han sido previamente revisados por los administradores sociales, reflejan la verdadera situación de la empresa. El nivel de confianza que se deposita en las firmas de auditoría depende en gran medida del prestigio de que éstas gocen en el mercado¹⁹.

Lo que distingue a los auditores y los convierte en los *gatekeepers* por excelencia es que sus servicios de asesoría 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 precisamente son auditados por estos profesionales.

Sin embargo, la posibilidad de detección de fraudes por parte de las firmas auditoras esta 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 auditores²⁰.

¹⁹ 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 EEUU, se puso fin a 89 años de trayectoria de la reconocida mundialmente firma auditora Andersen.

²⁰ GARCIA BENAÚ, María Antonieta, VICO MARTINEZ, Antonio. Los Escándalos Financieros y la Auditoría: Pérdida y Recuperación de la Confianza en una Profesión en Crisis. Valencia. Revista Valenciana de Economía y Hacienda, N°7, pp 26-48, Enero 2003. pág 32 y 33

En cuanto a la capacidad de los auditores de informar los fraudes que detectan, ésta se relaciona con la independencia que gozan los auditores 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 trabajo²¹.

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 entre los auditores externos y la administración de la sociedad 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 la independencia de estos profesionales.

Sin embargo, el valor del capital reputacional y los costos de una eventual responsabilidad por los fraudes e irregularidades de sus clientes deberían actuar como incentivos suficientes para que los auditores efectúen su labor objetiva y diligentemente. Además, hay que tener presente que las firmas enfrentan altos costos cuando despiden a sus auditores externos, porque el mercado interpreta esa decisión como una señal de problemas ocultos o escondidos al interior de la firma²².

Las reformas legales que han seguido a los escándalos financieros de los últimos años, especialmente en EEUU, contienen una serie de normas que buscan fortalecer la independencia de estos *gatekeepers*.

²¹ GARCIA BENAÚ y VICO MARTINEZ, Ob. Cit N° 20, pág. 34

²² FERRARI, Guido y GIUDICI, Paolo. Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case. European Corporate Governance Institution, Law Working Paper N°40, Mayo 2005. pág. 21. Artículo disponible en <http://ssrn.com/abstract=730403>.

2. Bancos de Inversión. Underwriters o Agente Colocador 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. En términos sencillos, 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 compromiso asumido por este agente colocador o *underwriter* puede ser de colocar la totalidad de una emisión o parte de ella y su nivel de compromiso respecto de la emisión puede ser de tres tipos: (i) *underwriting* firme: en el cual el agente colocador suscribe o adquiere la totalidad o parte de una emisión de valores, obligándose a ofrecerlos al público inversionista, al precio que se hubiere establecido y durante un plazo determinado. En el evento que el *underwriter* no coloque los valores o papeles, asume directamente el compromiso de adquisición; (ii) *underwriting* garantizado: donde el agente colocador garantiza ante el emisor la colocación de los valores dentro de un plazo determinado al efecto, con el compromiso de adquirir el remanente no colocado en dicho plazo; (iii) *underwriting* al mejor esfuerzo: en el cual el *underwriter* se compromete con el emisor a realizar sus esfuerzos a fin de colocar la inversión en el público inversionista a un precio fijo dentro de un plazo determinado. En este caso, el agente colocador no está corriendo ningún riesgo.

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*, en primer lugar, 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. El *underwriter* realiza una revisión en profundidad de los antecedentes legales, económicos y financieros del emisor y de todo otro antecedente que pueda incidir en el precio de salida de la emisión, ya que en base a ellos estructura y propone un precio para la emisión, 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.

Estos intermediarios reputacionales, cuando asesoran a las compañías en la emisión y oferta de valores, y/o participan en la colocación de dichos valores, reducen las asimetrías de información entre los emisores y el mercado.

Este acceso directo y a bajo costo a la información del emisor, su revisión especializada por parte de un tercero independiente que cuenta con un importante capital reputacional, sitúa a los bancos de inversión como un indiscutible *gatekeeper* del mercado de valores.

3. 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 valores. Por ejemplo, los procesos de auditoría legal de compra o “*due diligence*”²³, generalmente están encabezados por abogados externos de la sociedad compradora, quienes están bien posicionados para detectar las irregularidades de la empresa que se audita.

²³ El *due diligence* es un proceso de investigación y análisis que permite a la parte compradora, en caso de fusiones y adquisiciones de sociedades, conocer en detalle el estado de situación de la empresa que se piensa comprar. A través de la realización de un *due diligence* se puede evaluar una empresa en marcha, determinar sus activos y pasivos, conocer sus aspectos legales como contratos y estatutos, cumplimiento de la legislación vigente, marcas registradas, activos intangibles, determinar los riesgos contingentes del negocio, juicios actuales y potenciales y determinar la existencia de pasivos ocultos, reales o potenciales, etc.

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.

Sin embargo, 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 EEUU, antes de los escándalos financieros de Enron y WorldCom, sólo existían tímidas voces que planteaban que a los abogados también les eran exigibles determinados deberes de *gatekeepers*. 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 mercado.

Se ha argumentado que el establecimiento de un deber general por parte de los abogados hacia los inversionistas puede ser contraproducente ya que puede deteriorar a tal nivel la relación cliente - abogado, que estos últimos pueden terminar perdiendo toda posibilidad de prevenir y detectar oportunamente ilicitudes por parte de sus clientes.

Los principales retractsos en EEUU de la idea de extender los deberes de los abogados hasta los accionistas y de convertirlos en un *gatekeepers* más del mercado de valores, ha sido la *American Bar Association*²⁴. Esta agrupación gremial ha dado una persistente batalla en defensa del rol del abogado como “defensor” de sus clientes y ha luchado por proteger los deberes de

²⁴ La American Bar Association (ABA), es la mayor asociación de abogados a lo largo de Estados Unidos.

lealtad y confidencialidad que se le deben a estos últimos por sobre un deber de garantes de los intereses de los inversionistas²⁵.

Un informe elaborado por el Colegio de Abogados de la ciudad de New York, la *New York City Bar Association*, en noviembre de 2006, sobre el rol de los abogados en el marco de los gobiernos corporativos²⁶, buscó dar respuesta a la siguiente pregunta: ¿Dónde estaban los abogados en los escándalos financieros ocurridos en EEUU a partir del año 2001? Un Comité de 30 profesionales creado para llevar a cabo la investigación y elaborar el informe, analizó los nueve escándalos financieros más importante ocurridos en dicho país durante estos últimos años, incluyendo los de Enron y Worldcom²⁷. La respuesta que encontraron fue que 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 esos casos los abogados debieron cuestionar con más firmeza algunas de las conductas de sus clientes²⁸.

Sin embargo, este informe concluye que no es conveniente exigirle a los abogados roles de *gatekeepers*. Sostienen que atribuirles esta labor sería un error ya que 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 corporativos²⁹. 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.

La *New York Bar Association* postula que los abogados internos y externos de las sociedades cotizadas tienen deberes sólo respecto de su cliente, los cuales no se pueden extender a los inversionistas en general. Concluyen, que el deber de lealtad y la protección del secreto

²⁵ Véase COFFEE, John C. *The Attorney as a Gatekeeper: An Agenda for the SEC*. The Center for Law and Economic Studies, Columbia Law School, Working Paper N°21, Abril 2003. Documento disponible en www.ssrn.com

²⁶ 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

²⁷ Los casos analizados por este Informe son los fraudes protagonizados por: Enron, WorldCom, Adelphia, Global Crossing, HealthSouth, Livent, Qwest, TV Azteca y Waste Management.

²⁸ Véase NEW YORK CITY BAR ASSOCIATION. Ob. Cit. N°26, pág. 29 y stges.

²⁹ Véase NEW YORK CITY BAR ASSOCIATION, Ob. Cit. N°26, pág. 5 y 61 a 64.

profesional, son elementos esenciales para forjar la relación de confianza que debe existir entre un abogado y su cliente. Aunque, reconocen que el límite a estos deberes está en que los asesores legales no deben bajo ninguna circunstancia aconsejar o asistir en un crimen, delito o fraude a sus clientes y, que por lo tanto, la confidencialidad hay que entenderla como un medio y no como un fin³⁰.

Por otra parte, alegan que el establecimiento de un rol 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.

Al igual que otros *gatekeepers*, los abogados también están expuestos a importantes conflictos de interés con sus clientes- la sociedad cotizada. Los abogados sufren presiones para evitar confrontar con sus clientes sobre transacciones cuestionables, con el objeto que la firma para la cual trabajan mantenga la relación comercial.

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

4. 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

³⁰ Véase NEW YORK CITY BAR ASSOCIATION, Ob. Cit. N°26, pág. 52 y 64.

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.

Con su labor, los analistas financieros contribuyen a reducir la asimetría de información existente entre los administradores y ejecutivos de una sociedad y el mercado. En esta tarea, los analistas actúan como intermediarios reputacionales entre el mercado y la sociedad cotizada.

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 rol 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 calificadoras de riesgo. En cambio, en el caso de los auditores externos, dos compañías de auditores no van a auditar simultáneamente a una misma empresa.

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.

Los analistas financieros suelen estar contratados en una de las siguientes tres posiciones³¹:

- a) La mayoría están empleados por el “lado de los compradores” (*buy-side*). Esto es, por los inversionistas institucionales y fondos mutuos. En estos casos, los analistas financieros realizan investigaciones privadas para sus empleadores.
- b) La mayoría del resto de los analistas está empleado por el “lado del vendedor” (*sell-side*), trabajando para grandes firmas de corredoras de bolsa (*broker-dealer firms*) que también proveen servicios de banco de inversiones a las sociedades;
- c) El resto, un pequeño pero creciente grupo, trabaja para el lado de vendedores independientes, típicamente compañías corredoras de bolsa que no prestan servicios de banca de inversión.

Un estudio reciente en EEUU determinó que un 60% de los analistas financieros trabajan en el lado del comprador, un 30% trabaja para firmas integradas en el lado del vendedor y un 10% en firmas independientes³².

En EEUU, la confianza que los inversionistas y el mercado habían depositado en los más reconocidos analistas financieros de Wall Street se derrumbó junto con la caída de Enron. Sorprendentemente, hasta fines de octubre de 2001, justo un mes antes de la quiebra de Enron, 16 de 17 analistas financieros que cubrían los valores de Enron mantuvieron su recomendación de “comprar” o “fuertemente comprar” las acciones de la empresa³³, pese a que ya existían claros indicios y luces de alerta respecto a la real situación de dicha compañía.

En la práctica, 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 crítica y la alta

³¹ COFFEE, Ob. Cit. N°16, pág.247-248.

³² Citado por COFFEE, John C, en su libro: *Gatekeepers, The Professions and the Corporate Governance*. New York. Oxford University Press, Julio 2006, pág.248.

³³ COFFEE, Ob. Cit.N°16, pág. 252.

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, ya que las compañías que usualmente requieren de servicios de inversión es improbable que 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 inversión. 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 acciones³⁴.

Por otro lado, 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 influenciar la conducta y el desempeño de los analistas es el efecto que una pobre evaluación o ranking puede tener en sus 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

³⁴ SENADO DE ESTADOS UNIDOS. Financial Oversight of Enron: The SEC and the Private-Sector Watchdogs. Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs. Washington D.C. Octubre, 2002. Pág. 83. Documento disponible en www.senate.gov

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.

Finalmente, una recomendación negativa por parte de los analistas puede entorpecer su labor, ya que para hacer su trabajo, éstos deben tener una relación permanente con la administración de las compañías que cubren. En este sentido, las empresas pueden ejercer presión para que los analistas realicen recomendaciones positivas respecto de su capital accionario o demás instrumentos financieros, negándole el acceso directo a la información de la compañía y colocando al analista que realizó una recomendación negativa en desventaja relativa con sus competidores.

Los analistas financieros, a través de sus servicios especializados, no están en igual posición que los auditores externos, bancos de inversión y abogados para detectar y prevenir eventuales fraudes por parte de los emisores que evalúan. Sin embargo, si les es exigible que sus recomendaciones estén revestidas de la mayor independencia, acuciosidad y objetividad posible, de modo que sus recomendaciones de inversión sean capaces de revelar de una manera fidedigna la real situación de una empresa y de operar como una importante señal de alerta al mercado frente a eventuales fraudes corporativos.

5. Agencias Clasificadoras de Riesgo

Las Agencias Clasificadoras de Riesgo son compañías especializadas que se dedican fundamentalmente 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.

La clasificación que realizan estas compañías se expresan en diferentes grados, los cuales son representados por distintas letras. Cada uno de los grados de la letra puede ser modificado con un más (+) o un menos (-), indicando la situación relativa dentro de esas categorías. Standard & Poor's y Fitch Ratings utilizan el mismo sistema de clasificación. Sus primeras cuatro categorías, AAA, AA, A y BBB, se consideran "grado de inversión" o una buena calidad del crédito, donde AAA+ representa la calidad más alta del crédito y BBB- representa la más baja calidad del crédito del grado de inversión. BBB indica generalmente que las condiciones económicas pueden debilitar la capacidad del emisor de cumplir con sus obligaciones, pero que en su conjunto, el emisor tiene una capacidad adecuada de cumplir con sus compromisos de una manera oportuna. Los grados de clasificación más bajos, esto es, - BB, B, CCC, CC, C, y D - indican que una compañía está en un "grado especulativo." Los grados de BB y de B indican que la compañía puede actualmente ser capaz de cumplir sus obligaciones financieras, pero tienen una significativa vulnerabilidad a las condiciones adversas. Finalmente, los grados más bajos indican una vulnerabilidad actual y una significativa probabilidad de incumplimiento³⁵.

Las agencias clasificadoras de riesgo han adquirido una 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

³⁵ SENADO DE ESTADOS UNIDOS, Ob. Cit N°34, pág. 98-99.

reputacional, el cual han sabido capitalizar desde que dieron inicio a esta industria hace muchas décadas atrás³⁶.

La actuación de estos *gatekeepers* en los escándalos corporativos de los últimos años fue bastante deficiente. En el caso de Enron, no fue hasta apenas cuatro días antes de la declaración de quiebra de dicha compañía, que las tres principales agencias clasificadoras de riesgo bajaron sus calificaciones de la compañía debajo de la marca que representa una inversión segura³⁷.

Al igual que los otros *gatekeepers*, las agencias clasificadoras de riesgo también están sujetas a diversos conflictos de interés. En un estudio realizado por la SEC, por expreso mandato de la SOX, se concluye que son dos los principales conflictos de interés que están presentes en la industria de las clasificaciones de riesgo³⁸:

- a) Que el emisor paga por la clasificación. En general, los honorarios que las agencias cobran a los emisores se basan en el tamaño de la emisión y la naturaleza del instrumento objeto de clasificación. Las agencias típicamente cobran un honorario por la clasificación inicial y un honorario anual por la revisión periódica de dicha clasificación. Los honorarios que se cobran por los servicios de clasificación no son regulados y varían sólo levemente entre las agencias más grandes de clasificación. El hecho que los emisores paguen por sus propias clasificaciones crea un potencial conflicto de interés. 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. Este conflicto potencial podría ser exacerbado por la práctica de las agencias clasificadoras de cobrar sus honorarios en base al tamaño de la emisión, ya que los grandes emisores podrían ejercer una influencia y presión desmesurada sobre las agencias que clasifican sus valores.

³⁶ U.S SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. 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

³⁷ SENADO DE ESTADOS UNIDOS, Ob. Cit N°34, pág. 97.

³⁸ U.S SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Ob. Cit. N°36.

- b) El desarrollo de negocios accesorios o secundarios por parte 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 clientes.

Finalmente, el principal impedimento para una adecuada valoración del emisor por parte de las agencias clasificadoras es la incapacidad de éstas de acceder a un flujo continuo de información exacta y confiable por parte de los emisores. Esta situación debilita la actuación de las agencias clasificadoras como *gatekeepers*.

III. Los Gatekeepers en los Distintos Sistemas de Propiedad Accionaria

1. El Mercado de Valores y la Estructura 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 otro. Dicho de otra manera, en la mayoría de los mercados y jurisdicciones coexisten compañías con propiedad dispersa con compañías de propiedad concentrada, sin embargo, en cada uno de ellos una estructura de propiedad accionaria es típicamente predominante.

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 concentrada³⁹.

De esta manera, 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.

2. Los Gatekeepers en los Distintos Sistemas de Propiedad Accionaria

Los servicios y la función de los *gatekeepers* es necesaria independiente de la estructura del mercado accionario. Asimismo, los *gatekeepers* fallan en su labor de guardianes tanto en los mercados en que predomina una estructura de propiedad accionaria atomizada como en los de propiedad concentrada. Sin embargo, la estructura de propiedad del mercado influye en la capacidad de estos agentes de actuar como *gatekeepers*⁴⁰.

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 incurren para cometer fraudes e irregularidades.

39 Véase LA PORTA, R., F. LÓPEZ DE SILANES, a. SHLEIFER Y R. VISHNY. Corporate Ownership Around the World. Journal of Finance, Vol. N°54. pp. 471-518. 1999.

⁴⁰ En este sentido COFFEE, John C.

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.

Los mercados en donde predominan altos niveles de concentración accionario generan incentivos para que los accionistas controladores utilicen su control sobre la administración de la sociedad para expropiar a los accionistas minoritarios. Por su parte, en el caso de sociedades con propiedad atomizada, los administradores y ejecutivos enfrentan incentivos para favorecer sus propios intereses por sobre los de los accionistas.

a) Los *Gatekeepers* en los Sistemas de Propiedad Accionaria Dispersa

En los sistemas de propiedad dispersa, como los predominante en EEUU y Reino Unido, en la mayoría de las sociedades cotizadas, ningún accionista individualmente o grupo de accionistas alineados tienen suficientes acciones como para asegurar su capacidad de elegir a los miembros del Directorio. Los accionistas, al no contar con una suficiente participación en la propiedad de la sociedad, no pueden ejercer un control efectivo sobre sus administradores y ejecutivos ni monitorear directamente los asuntos de la compañía.

A raíz de estas circunstancias aumenta la separación entre la propiedad y el control de la sociedad y se agudizan los denominados *problemas de agencia*⁴¹ entre accionistas y administradores.

Los inversionistas institucionales, pese a ser, en el caso de EEUU, colectivamente dueños de la mayoría de las acciones de las *public corporations* (equivalente a las sociedades anónimas abiertas), no han ejercido un rol determinante como fiscalizadores de los administradores de las sociedades cotizadas. Se ha señalado que esta conducta se debe a una variedad de factores, incluyendo los conflictos de interés que enfrentan los inversionistas

⁴¹ En el ámbito corporativo, los problemas de agencia tienen lugar a raíz de las diferencias o conflictos que existen entre los intereses del *principal* de una sociedad (accionistas) y sus *agentes* (administradores), los cuales han sido contratados por los primeros para que en su representación administren y maximicen el capital social.

institucionales, la necesidad de mantener liquidez en sus carteras de inversión y el miedo a asumir responsabilidad en la administración social, todo lo cual ha disminuido su potencial habilidad de tomar acciones concertadas y ha impedido que estos inversionistas coloquen a uno de sus propios representantes en el Directorio de las sociedades en las cuales son accionistas⁴².

Dada las características antes señaladas, en los mercados donde predomina 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 accionistas.

En estos mercados, los principales mecanismos utilizados para solucionar estos 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.

Como se verá en el capítulo siguiente, en EEUU, los sistemas de compensación a ejecutivos y administradores basados en opciones sobre acciones trajo como consecuencia que éstos tuviesen fuertes incentivos para manipular las utilidades de la sociedad con el objetivo de hacer subir el precio de las acciones de la 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.

En este contexto, la capacidad de los *gatekeepers* de detectar y prevenir los fraudes corporativos dependerá del acceso que puedan tener a los estados contables y financieros de la sociedad, ya que a través de la manipulación de éstos, los administradores típicamente materializaran los eventuales ilícitos. Asimismo, la capacidad de monitoreo de estos agentes dependerá del grado de independencia que tengan respecto de los sujetos al interior de la sociedad que deban monitorear.

⁴² En este sentido COFFEE, John C. Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor. Columbia Law Review, Vol. 91, N°6, pág. 1277-1368, Octubre 1991; BLACK, Bernard S. Shareholders Activism and Corporate Governance in the United State. The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law. Ed. Peter Newman. pp.459-465. 1998

Los fuertes requerimientos informativos que caracteriza a estos mercados facilita la función de los *gatekeepers*. A diferencia de los accionistas, los auditores externos, bancos de inversión y, en ciertos casos, los abogados corporativos, tienen un amplio acceso a la información social y mantienen relaciones directas y permanentes con los administradores de la compañía.

Por su parte, los analistas financieros son *gatekeepers* inherentes a los regímenes con propiedad dispersa. En los regímenes de propiedad concentrada, el volumen de las acciones y valores que se transan en el mercado son insuficientes como para generar las comisiones necesarias para soportar o permitir que los analistas financieros cubran todas las sociedades cotizadas. Incluso si la cobertura de los analistas fuese equivalente en un régimen de propiedad concentrada que en los sistemas de propiedad dispersa, sus predicciones sobre las futuras ganancias o el valor de una compañía seguiría siendo menos significativa para los accionistas si los accionistas controladores mantienen el derecho de *squeeze-out*⁴³ (venta o retiro forzoso u obligatorio) a los accionistas minoritarios⁴⁴.

b) Los *Gatekeepers* en los Sistemas de Propiedad Accionaria Concentrada

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, los problemas de agencia son menores que en los de propiedad dispersa ya que los accionistas controladores tienen la información y la capacidad de actuación suficiente como para evitar que los agentes (los administradores) les expropien.

⁴³ La expresión *squeeze out*, en el derecho norteamericano comprende todas aquellas transacciones u operaciones societarias promovidas por los accionistas controladores que tienen por objeto excluir de la sociedad a los accionistas minoritarios.

⁴⁴ COFFEE, John C. A Theory of Corporate Scandals: Why the USA and Europe Differ. Oxford Review of Economic Policy, Vol. 21, N° 2, pp. 198-211. 2005, Pág. 208.

Sin embargo, como estos sistemas se caracterizan por mercados de capitales poco líquidos, los accionistas controladores no pueden protegerse de una mala gestión simplemente vendiendo su inversión, lo que junto con el poder que ejercen en la administración, ha generado los incentivos para utilizar ese poder con el fin de maximizar el beneficio residual de la sociedad, dando lugar a lo que se conoce como “beneficios privados del control”. Estos últimos, generan una división no equitativa de las ganancias y la extracción de valor de parte de accionistas mayoritarios hacia los minoritarios.

La extracción de valor de parte de los accionistas controladores en desmedro de los minoritarios es uno de los principales problemas que los gobiernos corporativos de los sistemas con propiedad accionaria concentrada buscan solucionar, intentando brindar una efectiva protección a los accionistas minoritarios.

En estos sistemas, serán los accionistas controladores quienes – ejerciendo directamente cargos en la administración y/o con el apoyo de ejecutivos y directores de su confianza – típicamente serán los protagonistas de los fraudes corporativos y autores de los actos y prácticas ilícitas al interior de la sociedad.

Los accionistas mayoritarios 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 privilegiada.

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 acciones⁴⁵.

Para los *gatekeepers* 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.

Bajo este contexto, surge entonces la interrogante: ¿pueden los *gatekeepers* en un sistema de propiedad concentrada monitorear a los accionistas controladores que los contratan (y que potencialmente pueden despedirlos)? En los regímenes de propiedad dispersa se pueden adoptar medidas para que los *gatekeepers* no deban reportarse 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 controladores⁴⁶.

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, como veremos más adelante, 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 monitoree⁴⁷.

⁴⁵ COFFEE, Ob. Cit. N°16, pág. 86.

⁴⁶ COFFEE, Ob. Cit. N° 44, pág. 207.

⁴⁷ COFFEE, Ob. Cit. N° 16, pág.92

Por último, los auditores externos tienen poca competencia para poder detectar transacciones típicas de extracción de valor a los accionistas minoritarios por parte de los accionistas controladores, como lo son los *squeeze-out* y las transacciones con partes relacionadas.

CAPÍTULO II: REGULACIÓN DE LOS GATEKEEPERS EN EL MERCADO DE VALORES NORTEAMERICANO

I. El Escándalo financiero de Enron y los *Gatekeepers*

Los escándalos corporativos acontecidos en Estados Unidos entre el año 2001 y 2002 provocaron una gran preocupación en torno a la actuación que tuvieron los *gatekeepers* en dichos sucesos. Como ya se ha reiterado, el colapso financiero de Enron dejó al descubierto el deficiente desempeño que tuvieron los *gatekeepers* y su fracaso en detectar y prevenir el fraude corporativo. Desde entonces, esta materia ha marcado la agenda regulatoria en EEUU, al punto que el mejoramiento en la actuación de los *gatekeepers* fue uno de los principales objetivos de la ley de valores conocida como la *Sarbanes-Oxley Act*. Esta ley, de acuerdo a lo señalado por el Presidente norteamericano George W. Bush en su discurso de promulgación, “*constituye la más profunda reforma en la práctica de los negocios americanos desde la era de Franklin Delano Roosevelt*”⁴⁸.

Dada las importantes lecciones que se han recogido del fraude protagonizado por Enron, y en base a las cuales se ha ido desarrollando la doctrina entorno a los *gatekeepers*, a continuación revisaremos los principales hechos que dieron origen a la quiebra de dicha empresa, para luego evaluar cómo actuaron los *gatekeepers* en este caso y cuales fueron los cambios legislativos introducidos por la SOX al mercado de valores norteamericano como consecuencia del mismo.

⁴⁸ PRESIDENTE GEORGE W. BUSH, en el discurso de promulgación de la Sarbanes Oxley Act, del 30 de julio de 2002. Disponible en el sitio web www.whitehouse.gov/news/release/2002

1. La caída de Enron⁴⁹

Enron Corporation se constituyó en julio de 1985 en Huston, Texas, como resultado de la fusión entre Huston Natural Gas e InterNorth, una compañía de gas natural de Omaha, Nebraska, pasando a ser dueña del gasoducto interestatal más largo en EEUU.

A partir de 1989, Enron aprovechando que la desregulación del mercado energético norteamericano⁵⁰ había traído como consecuencia una gran volatilidad del precio del gas (en el mercado spot), decidió que podía explotar esa volatilidad aprovechando su mayor conocimiento de las condiciones del mercado y creando un verdadero “banco de gas natural” que actuara como intermediario entre suministradores y compradores de gas natural⁵¹.

A partir de 1997, Enron empieza a expandirse a nuevos mercados y a realizar inversiones en centrales eléctricas, empresas de Internet, redes de fibra óptica, etc. Sin embargo, estos nuevos negocios no dieron los beneficios esperados por el holding. Fue entonces cuando Enron decide aumentar las utilidades presentadas, valiéndose de técnicas contables poco transparentes.

En noviembre de 1999 Enron lanza al mercado la innovadora “Enron Online”, un sistema de transacciones globales en Internet que permitía a sus clientes ver en tiempo real los precios del mercado y realizar transacciones en línea, en forma instantánea. En dos años, esa plataforma de comercio electrónico llegó a realizar 6000 transacciones diarias por un valor de 2.500 millones de dólares.

⁴⁹ Los antecedentes citados respecto al escándalo de Enron fueron recogidos de diversas informaciones periodísticas, destacándose los artículos especiales sobre el tema del Washington Post edición digital.; www.aunmas.com; EFE com.; BBC Mundo portal Internet. Asimismo, de los datos entregados por el profesor Coffee en su libro “Gatekeepers. The professions and the corporate governance”. New York. Oxford University Press, Julio 2006.

⁵⁰ La desregulación del mercado de la energía se llevo a cabo en 1996, durante la presidencia de Bill Clinton.

⁵¹ COFFEE, Ob. Cit. N°16, pág. 19.

En sólo 15 años, Enron paso a ser la séptima compañía más grande de Estados Unidos, con aproximadamente 21.000 empleados en 40 países alrededor del mundo, habiendo superado los 100 billones de dólares de facturación en el ejercicio del año 2000⁵².

Por seis años consecutivos, entre 1996 y 2001, la prestigiosa revista norteamericana *Fortune* eligió a Enron como la empresa más innovadora de EEUU y en febrero de 2001 también la eligió como la segunda sociedad de mejor “calidad de la administración” entre todas las corporaciones estadounidenses.

Enron se caracterizaba por fomentar la participación de sus trabajadores en el capital de la empresa. Alrededor del 60% de sus empleados recibía una bonificación anual en opciones, que equivalía al 5% de su sueldo básico. Los ejecutivos y gerentes recibían montos bastante superiores. A fines del 2000, todos los administradores y empleados de Enron tenían opciones que podían ejercerse en cerca de 47 millones de acciones. En agosto de ese año, la acción de Enron llegó a cotizarse en US\$ 90. Los ejecutivos de Enron, que sabían de las pérdidas de la empresa y poseían información privilegiada empezaron a vender sus acciones. Al mismo tiempo los trabajadores de la empresa e inversionistas eran llamados por los ejecutivos de la compañía y por los analistas financieros a comprar dichos valores.

Las principales prácticas fraudulentas de Enron consistían en vender sus activos a sí mismo, es decir, a sus innumerables filiales y subsidiarias a través de operaciones no transparentes y en “maquillar” sus estados financieros. Estas técnicas contables fraudulentas fueron apoyadas por la entonces prestigiosa empresa auditora Arthur Andersen⁵³.

Para mantener la clasificación crediticia, la empresa creó beneficios ficticios, protegió activos en el balance y disminuyó la deuda en las cuentas contables. Entre otras artimañas, Enron utilizó una agresiva técnica contable denominada “*mark-to-market accounting*”,

⁵² BBC Mundo portal Internet (25.05.06; <http://news.bbc.co.uk/hi/spanish/business/>)

⁵³ Andersen reconoció la destrucción masiva de documentación de Enron. La empresa fue acusada formalmente de obstrucción a la justicia. En junio de 2002 un tribunal de EEUU encontró culpable a Andersen en primera instancia de este delito, sin embargo, la empresa fue absuelta por la Corte Suprema el 31 de mayo de 2005. La Corte Suprema consideró que las pruebas que tuvieron a la vista el Jurado eran demasiadas vagas para determinar si Andersen había efectivamente obstaculizado la acción de la justicia mediante la destrucción de documentos de Enron.

permitida por la ley estadounidense, pero de un modo tal que inducía a engaños a los inversionistas ya que se presentaban a valor presente las utilidades esperadas de contratos a largo plazo (hasta 20 años), mucho de los cuales nunca se ejecutaron. Por la naturaleza de estos contratos, era casi imposible hacer una correcta valoración de las utilidades que se obtendrían y obtener una valoración efectiva y certera de los activos presentes de la empresa.

Por otra parte, Enron a través de la constitución de “entidades de propósito especial” (Special Purpose Entities, SPE`s) pudo crear sociedades de inversión a las cuales les traspasaba sus deudas. La ley norteamericana permitía que estas sociedades no fueran consolidadas⁵⁴ si al menos un 3% del capital pertenecía a terceros y no se tenía el control de la empresa. Valiéndose de esta norma, Enron no consolidó en sus balances las cuentas con resultados negativos de estas empresas con propósito especial que habían creado. Al no consolidar estas sociedades, Enron aumentaba artificialmente sus utilidades, haciendo que las SPE´s asumieran las pérdidas derivadas de la caída en el precio de sus activos y reduciendo además ampliamente sus niveles de apalancamiento financiero al solicitar créditos a través de estas empresas. Todo lo anterior, con la particularidad de que Enron tenía más de 3.000 empresas con una participación de este tipo, lo que daba una idea muy errónea de la situación financiera de la compañía.

Cuando finalmente las irregularidades de Enron empezaron a salir a la luz pública, la empresa fue forzada, en octubre de 2001, a revelar que había sobreestimado sus ganancias desde 1996 al 2000. Adicionalmente, Enron fue requerida a presentar un *restatement*, esto es, a presentar una rectificación de los estados financieros presentados previamente y dados a conocer al público, en el cual reportaba pérdidas por 638 millones de dólares y anunciaba una reducción accionaria de 1.200 millones de dólares.

A fines de noviembre de 2001, la cotización de las acciones de Enron llegaba a su punto más bajo, por debajo de US\$1. La otrora gigante energética e innovadora Enron se declaró en

⁵⁴ Cuando una sociedad tiene participaciones de cierta importancia en otra(s) sociedad(es) la ley le obliga a presentar, además de sus cuentas individuales, las cuentas consolidadas del grupo. Las cuentas consolidadas vienen a ser la suma de las cuentas individuales (balance y cuenta de resultados) de las distintas empresas que conforman el grupo.

quiebra el 30 de noviembre en Europa y el 02 de diciembre de 2001 en EEUU, acogiéndose al Capítulo 11 de la ley de quiebras norteamericana.

Una de las consecuencias que este fraude financiero produjo fue la pérdida de sus trabajos a miles de empleados de Enron y de los ahorros de toda una vida, como asimismo, el inicio de un publicitado juicio en contra de los principales ejecutivos de la compañía y demás entidades involucradas en el fraude.

En cuanto a la responsabilidad de los directivos de Enron en el fraude, el 25 de mayo de 2006 se declaró culpable a Kenneth Lay, CEO⁵⁵ de Enron y a Jeffrey Skilling, su ex director ejecutivo. En julio de 2006, Lay fallece de un ataque cardíaco en Aspen, Colorado. El 23 de octubre de 2006 Jeffrey Skilling es condenado a una pena de 24 años de presidio tras haber sido encontrado culpable de 19 cargos, ingresando el 13 de diciembre pasado a la cárcel a cumplir su condena.

Finalmente, a pocos meses de destaparse el escándalo de Enron se descubrió que similares técnicas contables estaban siendo utilizadas por directivos de sus empresas clientes, como es el caso de WorldCom⁵⁶, que también escondía y ocultaba sus pérdidas.

2. La Actuación de los *Gatekeepers* en el caso de Enron

En el escándalo corporativo de Enron los controles que debían efectuar los *gatekeepers* fallaron o resultaron insuficientes. En primer lugar, los auditores externos de la compañía no fueron capaces de detectar las irregularidades y el empleo de dudosas técnicas contables por parte de los altos ejecutivos de la sociedad, y, en el caso que lo hubiesen hecho, tampoco alertaron al Directorio y a los accionistas de la empresa sobre estas prácticas⁵⁷.

⁵⁵ Chief Executive Officer, equivalente al Gerente General de la empresa.

⁵⁶ La quiebra de WorldCom es la más grande en la historia de EEUU.

⁵⁷ La firma de auditores Andersen apareció fuertemente involucrada en este caso. Incluso, llegaron a destruir gran cantidad de documentos e información de Enron cuando las irregularidades de dicha empresa empezaron a salir a luz pública.

La falsa imagen de la buena situación financiera de Enron que se transmitió por bastante tiempo al mercado 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, y como se señaló en el capítulo anterior, 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 empresa⁵⁸.

Por otra 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 adecuada⁵⁹.

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 EEUU recae en los abogados⁶⁰.

3. Principales razones de los escándalos financieros recientes en EEUU y del pobre desempeño que tuvieron los *gatekeepers* en detectarlos y/o prevenirlos

¿Por qué fallaron los *gatekeepers* en prevenir al mercado de la eventual presencia de fraudes financieros en importantes compañías que trazaban públicamente sus valores? O, dicho

⁵⁸ COFFEE, Ob. Cit. N°16, pág. 252.

⁵⁹ COFFEE, Ob. Cit. N°16, pág. 34 y 285.

⁶⁰ COFFEE, Ob. Cit. N°16, pág. 32.

de otra manera, ¿cómo es posible que los *gatekeepers* no hayan sido capaces oportunamente de detectar los fraudes e irregularidades financieras, como las que tuvieron lugar en el caso de Enron y WorldCom?

A continuación analizaremos brevemente las principales causas que se han esgrimido para entender cómo y por qué se produjeron estos fraudes financieros y las circunstancias y razones que llevaron a que los *gatekeepers* no cumplieran a cabalidad su función de guardianes privados del mercado.

a) Sistema de Compensación de Directores y Ejecutivos

Una de las maneras de alinear los intereses de los gestores de una sociedad con los de los accionistas ha sido a través de la introducción en los honorarios de los primeros de un importante componente variable en función de los resultados de la empresa. A través de este mecanismo se busca el doble objetivo de vincular la remuneración al valor futuro de las acciones y de, al convertir a los administradores sociales en accionistas de la empresa, alinear sus intereses con los de los demás accionistas.

Como ya hemos señalado, en Estados Unidos, donde predomina un mercado accionario atomizado, los *stock options* son una práctica generalizada de remuneración. Sin embargo, estos planes crearon estímulos inadecuados para que administradores y directivos se interesaran de una forma desmedida por los resultados a corto plazo de la sociedad y por procurar que los estados financieros maquillaran dichos resultados lo mejor posible, como quedo en evidencia en el caso de Enron.

El profesor Coffee plantea que el origen de los fraudes financieros y la pobre actuación de los *gatekeepers* se pueden ligar directamente al incremento experimentado, en la década de los 90, en la retribución de ejecutivos y directores a través de opciones sobre acciones. En EEUU, en el año 1984 este mecanismo de compensación a los administradores sociales no era utilizado por el mercado, en 1990 era empleado por un 8% , y ya en el año 2001 constituía aproximadamente dos tercios de la medida anual de compensación de los altos ejecutivos de las

sociedades anónimas norteamericanas⁶¹. Coffee señala que los incentivos que generan estos sistemas de compensación llevaron a los ejecutivos a usar lucrativos contratos y otros incentivos para inducir a los *gatekeepers* a participar en conductas que permitieron manipular los resultados de corto plazo de las compañías.

La hipótesis de que este sistema de compensación creó incentivos que llevaron a los altos ejecutivos de las sociedades cotizadas a manipular las ganancias y estados financieros de sus compañías se fundamenta, entre otras cosas, en el gran número de correcciones o rectificaciones que estas empresas normalmente hacen de la información financiera que han dado a conocer al mercado. De acuerdo a un estudio presentado por la US General Accounting Office al Presidente de la Comisión de la Banca, Vivienda y Asuntos Urbanos del Senado de EEUU, Paul S. Sarbanes, en octubre de 2002, en adelante el “Estudio GAO”, el 10% de todas las compañías listadas en la bolsa en dicho país corrigieron sus estados financieros al menos una vez entre 1997 y junio de 2002. El número de *financial statement restatement*⁶² identificado cada año va de 92 en 1997 a 225 en 2001⁶³. La mayoría de estas rectificaciones tuvieron lugar debido a que las compañías habían sobrevalorado las utilidades y minimizado las pérdidas de la sociedad en sus estados financieros. De acuerdo al Estudio GAO, la gran cantidad de *financial statement restatement* no puede deberse sólo a un aumento en los errores involuntarios por parte de la administración, contadores y auditores externos en la elaboración de los estados financieros de las compañías, sino que refleja también el aumento de la utilización de prácticas contables dudosas por parte de la sociedades con el objeto de manipular y aumentar artificialmente el valor de las compañías.

La falta de escándalos contables en Europa durante el período 2000 – 2002, unido al uso limitado en ese continente de los sistemas de compensación basados en el capital accionario

⁶¹ COFFEE, John.C. Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reform. Law and Economics Workshop, Universidad de California, Berkeley, Working Paper N°9. 2004, pág. 37.

⁶² Un *financial statement restatement* ocurre cuando una compañía voluntariamente o incitados por los auditores o la autoridad regulatoria, revisa la información financiera pública que previamente había reportado.

⁶³ Véase U.S. GENERAL ACCOUNTING OFFICE. Financial Statement Restatements: Trends, Market Impacts, Regulatory Responses and Remaining Challenges. Report to the Chairman, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, US Senate. Octubre 2002. Pág.13. Documento disponible en www.gao.gov/news.items/d03138.pdf

tiende a corroborar la hipótesis básica que el cambio en el sistema de compensación de los ejecutivos desestabilizó el sistema de gobierno corporativo en EEUU⁶⁴.

b) Relajación y Exceso de Confianza de los Inversionistas. Burbuja Financiera (*Bubble Market*)

La sucesión de escándalos corporativos que tuvo lugar en EEUU desde principios del año 2001 fue precedida por el desarrollo, a partir de fines de la década de los `90, de una burbuja financiera⁶⁵ a escala internacional, y que en dicho país tuvo su mayor expresión con la burbuja tecnológica conocida como “punto.com”⁶⁶.

El economista norteamericano, John Kenneth Galbraith, en su libro “La Breve Historia de la Euforia Financiera⁶⁷” analizó las principales burbujas financieras de la historia desde la euforia vivida por los bulbos de tulipanes en Holanda en el siglo XVII, pasando por el crack del año 1929, hasta la burbuja producida por los *junk bonds*⁶⁸ (bonos basura) de finales de los años `80. En su libro señala que estos episodios especulativos poseen siempre características

⁶⁴ COFFEE, Ob. Cit. N°61, pág 5.

⁶⁵ Una burbuja financiera, también denominada burbuja especulativa o económica, se presenta cuando se produce una subida fuera de lo normal y durante un tiempo prolongado del precio de algún bien, como por ejemplo, de las acciones bursátiles o bienes inmobiliarios. Esta alza en el precio se debe generalmente a la especulación. A medida que el precio del bien va aumentando, los primeros compradores empiezan a vender mientras nuevos actores siguen comprando. Cuando los precios alcanzan niveles sumamente altos, la generalidad de compradores deciden que es hora de vender con el objeto de recibir sus utilidades, sin embargo no encuentran compradores dispuestos a pagar los precios a que se traza el bien y que no dice relación alguna con el valor real del mismo. Esta situación produce una fuerte presión hacia la baja del precio, lo que finalmente hace explotar la burbuja. En general, el precio baja de manera bastante rápida hacia su nivel natural, lo que puede producir un crack o una crisis en el mercado.

⁶⁶ Se conoce como la “Burbuja .com” a la corriente especulativa que se dio a fines de los `90 y principios de este siglo en las bolsas mundiales y que se caracterizó por un aumento desmedido y posterior caída en los precios de las acciones de sociedades del rubro de Internet, reflejado especialmente en el índice Nasdaq. Este episodio concluyó con una serie de quiebras, fusiones, y adquisiciones de empresas del área tecnológica.

⁶⁷ GALBRAITH, John Kenneth. A Short History of Financial Euphoria. New York. Pinguin Books USA Inc. 1993.

⁶⁸ Expresión en inglés que se emplea para referirse a bonos de alto riesgo y baja calificación crediticia, pero que ofrecen un alto rendimiento (altos intereses) para compensar estas características anteriores. Estos bonos son generalmente emitidos por sociedades que por su condición tienen un menor acceso al mercado de capitales.

comunes. Durante estos períodos el mercado, dejado llevar por la euforia y la posibilidad de enriquecerse con la alza de los precios actúa irracionalmente. Según Galbraith, son dos los principales factores que contribuyen a sustentar la insensatez característica del mercado durante una burbuja financiera: la extrema fragilidad o breve memoria financiera que lleva a que los desastres financieros sean rápidamente olvidados y la engañosa asociación, entre dinero e inteligencia⁶⁹.

¿Cuál es la conexión entre los efectos de una burbuja financiera y la deficiente actuación de los *gatekeepers*? Algunos autores plantean que durante los períodos de burbujas financieras los *gatekeepers* pasan a hacer menos relevantes y que, por lo tanto, experimentan una disminución en su poder e influencia frente a sus clientes y en el valor de su capital reputacional. En un ambiente de euforia, los inversionistas confían menos en los *gatekeepers*, lo que significaría que estos profesionales prestan un servicio fundamental y crítico sólo cuando los inversionistas son cautelosos y escépticos⁷⁰.

Además, el optimismo e insensatez característicos de estos períodos afectan no sólo a los inversionistas sino que a todos los agentes del mercado, incluyendo a los *gatekeepers*. Éstos también se dejaron llevar por la euforia e hicieron oídos sordos a todas las señales que indicaban que algo raro sucedía con Enron, y posteriormente con WorldCom, y que la brusca subida en el valor de sus acciones no tenían como antecedente el valor real de dichas empresas.

c) Falla en los Sistemas de Control Interno de las Sociedades Cotizadas.

Un elemento común en los escándalos financieros norteamericanos fue la falla en los mecanismos de control interno de las sociedades cotizadas. Los Directorios y especialmente el Comité de Auditoría de las compañías protagonistas de estos fraudes no fiscalizaron adecuadamente a los administradores societarios.

⁶⁹ GALBRAITH, Ob. Cit. N° 67, pág. 13.

⁷⁰ COFFEE, Ob. Cit. N° 61, pág. 32.

En el informe elaborado por el Senado norteamericano sobre el rol del Directorio en el colapso de Enron, se concluye que el Directorio no cumplió con sus deberes fiduciarios al: (i) permitir que la empresa utilizara sistemas y prácticas contables de alto riesgo; (ii) autorizar, pese a los claros conflictos de interés, que Enron celebrara un importante número de transacciones con partes relacionadas, especialmente con el entonces gerente de finanzas de la compañía, Andrew Fastow; (iii) permitir, a sabiendas, que la compañía condujera billones de dólares en actividades *off the books* (fuera de libros) con el objeto de hacer aparecer la condición financiera de empresa mejor de lo que era y no revelar esta información públicamente; (iv) aprobar compensaciones excesivas para los altos ejecutivos de la empresa y en no monitorear sus efectos, como asimismo autorizar préstamos millonarios a sus ejecutivos, y (v) no asegurar la independencia de los auditores externos de la sociedad, permitiendo que Andersen prestara simultáneamente a Enron un importante número de servicios de consultoría, y no velar por la independencia propia del Directorio al existir ataduras financieras entre algunos directores y la sociedad⁷¹.

- d) Falla en los Sistemas Privados y Externos de Control. Problemas de Agencia y Conflictos de Interés de los *Gatekeepers*.

La relación agente-principal está presente en una infinidad de situaciones del quehacer humano, en las cuales un sujeto, el "*principal*", le encarga a otra persona denominada "*agente*", la realización de ciertas actividades o funciones, las cuales éste realiza en su representación y como contraprestación de una retribución generalmente de carácter pecuniario. El problema surge porque la ejecución de estos actos - que le es beneficiosa al *principal* - es sin embargo costosa para el *agente*. Dada estas características, existen problemas de agencia en la mayoría de las relaciones de carácter laboral.

Los problemas más frecuentes que se dan en esta relación agente-principal son la incompatibilidad de intereses u objetivos perseguidos entre agente y principal y la asimetría de información, que da una ventaja a la persona que posee mayor información, en este caso, el

⁷¹ Véase SENADO DE ESTADOS UNIDOS. The Role of the Board of Directors in the Enron`s Collapse. Informe preparado por el Sub Comité permanente de investigación del Comité de Asuntos Gubernamentales del Senado Norteamericano. Julio 8, 2002. Documento disponible en www.senate.gov

agente por sobre su principal. Los mecanismos tradicionales para aminorar estos problemas de agencia son a través de incentivos asociados a la remuneración del agente que permitan alinear sus intereses con los del principal y a través de mecanismos adecuados de control y supervisión.

En el ámbito corporativo no sólo existen problemas de agencia entre accionistas y administradores -que surgen de la separación de la propiedad y control de la sociedad – que pueden afectar el buen gobierno de una compañía. Estos también están presentes entre los *gatekeepers* y sus clientes.

Uno de los principales problemas que afecta el comportamiento de los auditores externos, abogados corporativos, bancos de inversión y agencias clasificadoras de riesgos, surge del hecho que la parte que le paga los honorarios a estos *gatekeepers* es precisamente la parte a quien se espera que éstos vigilen o monitoreen.

Los auditores externos como los abogados, en rigor, son agentes de la sociedad, esto es, de los accionistas de la compañía y no de sus administradores. Estos agentes tienen como una de sus principales funciones certificar y revisar los actos de la administración de la sociedad ante la imposibilidad de los accionistas de ejercer dicha función. Sin embargo, los problemas de asimetría de información, los deficientes mecanismos de control por parte de los accionistas, como la estrecha relación y dependencia que, en la práctica, estos profesionales tienen con los administradores societarios, hace que estos *gatekeepers* suelen responder y proteger los intereses de estos últimos por sobre los de los accionistas.

Dada las condiciones anteriores, surgen, entonces, las siguientes interrogantes: ¿se puede confiar en un “perro guardián” que es contratado y pagado por la parte que debe ser vigilada? ¿por qué los inversionistas deben confiar en los *gatekeepers*?. El mercado debe confiar en los *gatekeepers* no sólo porque a través de una adecuada regulación se pueden minimizar los problemas agencia antes descritos, sino porque el capital reputacional es un activo de gran importancia para los distintos participantes del mercado de valores y que opera como un fuerte incentivo para que los *gatekeepers* no incurran en prácticas coludidas con los administradores sociales con el fin de favorecer sus intereses en perjuicio de los accionistas y demás inversores del mercado.

El escándalo de Enron, y específicamente lo sucedido con la entonces prestigiosa firma de auditores Andersen, sirve para ejemplificar las consecuencias que puede acarrear para un *gatekeeper* la pérdida de su capital reputacional. La pérdida de la credibilidad y el deterioro en la imagen de Andersen después de la caída de Enron generó una fuga masiva de clientes que terminó con la disolución de la sociedad en el año 2003. Para Coffee, este hecho refuerza el carácter de intermediario reputacional que se le atribuye a los *gatekeepers*⁷².

En cuanto a los conflictos de interés, la prestación de servicios de consultoría por parte de las firmas de auditores en EEUU, afectó fuertemente la independencia y objetividad que estas compañías requieren para realizar un adecuado y efectivo proceso de auditoría contable y financiera de las sociedades cotizadas. Hay que tener presente que en un importante número de casos los honorarios percibidos por las empresas de auditoría por sus servicios de consultoría eran mayores a los percibidos por conceptos propiamente de auditoría. El caso Enron- Andersen ilustra claramente este punto.

En el año 2000, Andersen recibió US\$ 52 millones en honorarios por servicios prestados a Enron. De ese monto, US\$ 25 millones correspondían a honorarios por servicios de auditoría, los otros US\$ 27 millones correspondía a servicios de consultoría⁷³. Entonces, resulta difícil entender como los altos honorarios recibidos por Andersen por sus servicios de consultoría pueden no haberle creado serios conflictos de interés, los que afectaron finalmente la calidad de sus servicios de auditoría.

En EEUU se llegó a la convicción que los importantes ingresos recibidos por servicios distintos a los de auditoría llevaron a que los auditores estuviesen más expuestos a permitir, encubrir e incluso asesorar a los administradores societarios en prácticas contables dudosas, de alto riesgo e incluso, en algunos casos, contrarias a la ley ante el temor o la amenaza de que a raíz de un conflicto con los administradores y ejecutivos de la sociedad se ponga en riesgo

⁷² Véase COFFEE, Ob. Cit. N°16.

⁷³ SENADO DE ESTADOS UNIDOS, Ob. Cit. N° 34, pág. 28.

también los honorarios percibidos por la firma de auditoría por concepto de servicios de consultoría⁷⁴.

Por otra parte, a lo largo de los años `90 en EEUU, las firmas de auditoría empezaron a tener una relación de negocios estrecha con sus clientes, incluyendo alianzas estratégicas, acuerdos de marketing conjuntos, *joint ventures* y una oferta regular de sus propios valores a sus clientes. En el año 2001, una investigación de la SEC dejó al descubierto 8.000 violaciones por parte de la empresa auditora PricewaterhouseCoopers de la prohibición de ser dueño de valores de los clientes que auditan. Posteriormente, la SEC descubrió que Ernst & Young había participado en una serie de negocios con sus clientes⁷⁵.

Los escándalos financieros en EEUU, también dejaron en evidencia los conflictos de interés que afectan a los analistas financieros, especialmente a los analistas que trabajan en el “lado del vendedor”. Como ya hemos señalado, los analistas financieros no fueron capaces, a través de sus recomendaciones, de alertar al mercado respecto de las irregularidades que se escondían atrás de Enron. Como quedó demostrado en las diversas investigaciones llevadas a cabo con posterioridad a la quiebra de Enron, los analistas financieros estaban sujetos a una importante presión – de parte tanto de los departamentos de banca de inversión de las firmas en que trabajaban, como de las compañías analizadas – para emitir recomendaciones positivas sobre el stock accionario de las sociedades cubiertas.

⁷⁴ Como veremos más adelante, para evitar estos conflictos de intereses y reforzar la independencia de las firmas de auditoría, la SOX enumera una serie de servicios que las compañías de contabilidad no pueden prestar a la sociedad emisora a la cual prestan servicios de auditoría, incluyendo por ejemplo, servicios legales, de *outsourcing*, entre otros.

⁷⁵ COFFEE, Ob. Cit. N° 16, pág.161 y 163.

II. Reacción Legislativa: La Sarbanes Oxley Act y su Regulación de los Gatekeepers

Generalmente los grandes escándalos financieros dan lugar a la dictación de leyes muy estrictas o períodos de sobre regulación. Estados Unidos no estuvo ajeno a este proceso después del fraude financiero de Enron y WorldCom.

El 30 de julio del 2002, el Presidente George W. Bush promulgó la denominada Sarbanes Oxley Act (SOX), normativa que debe su nombre a sus dos principales autores: el senador Paul Sarbanes y el diputado Mike Oxley.

La SOX tiene un amplio ámbito de aplicación ya que no sólo se aplica a las compañías norteamericanas sino que también a las sociedades extranjeras que coticen en alguna bolsa de valores de EEUU. Esto incluye la casa matriz, subsidiarias y filiales. En el caso de Chile, por lo tanto, quedan afectas a la SOX las empresas que transen sus valores en alguna bolsa de valores norteamericana, o que sean subsidiarias o filiales de empresas que cotizan en dicho país.

Esta ley fue promulgada rápidamente por el Congreso norteamericano, en una atmósfera de pánico creada por el desmoronamiento del precio de los valores y las revelaciones diarias de fraude, especialmente el masivo fraude contable de WorldCom⁷⁶.

El principal objetivo de esta nueva normativa de valores fue restablecer la confianza en el sistema financiero estadounidense. Para lograr dicho objetivo, la SOX tuvo como objetivos específicos los siguientes:

- i) Fortalecer y restaurar la confianza en la profesión de contadores;
- ii) fortalecer el cumplimiento de las leyes nacionales de valores;
- iii) mejorar el “tono en la cumbre” (*the tone at the top*), desempeño y la responsabilidad de los ejecutivos;
- iv) mejorar la entrega de información y los reportes financieros;

⁷⁶RIBSTEIN, Larry. La Sarbanes –Oxley After Three Years. Law & Economics Research Paper N° LE05-016, Universidad de Illinois, Junio de 2005. Artículo disponible en <http://ssrn.com/abstract=840484>

- v) mejorar el desempeño de los *gatekeepers*⁷⁷.

Mejorar la actuación de los *gatekeepers* del mercado de valores norteamericano fue una de las tareas prioritarias de la SOX. Es por esta razón que la nueva legislación contiene una serie de normas que buscan principalmente asegurar y reforzar la independencia de estos profesionales, las que a continuación se señalan:

1. Regulación de los Auditores Externos

i) Creación de la Junta de Supervisión de Compañías de Contabilidad Pública⁷⁸.

La SOX crea la Junta de Supervisión de Compañías de Contabilidad Pública (*Public Company Accounting Oversight Board*, “PCAOB”)⁷⁹, en adelante la Junta, con el objeto que dicho organismo supervise a las compañías de contabilidad pública y las auditorías que éstas realizan a las sociedades que transan sus valores al público con la finalidad de proteger a los inversionistas y el interés público.

El registro en la Junta es obligatorio para cualquier compañía de contabilidad pública que prepare un reporte de auditoría para una sociedad emisora en EEUU⁸⁰.

Las principales funciones de la Junta son las siguientes⁸¹:

⁷⁷ Estos objetivos fueron señalados por William H. Donaldson, el entonces presidente de la Securities Exchange Commission (SEC), en un discurso presentado sobre la implementación de la SOX en septiembre de 2003, ante la Comisión de actividades bancarias, de asuntos de vivienda y urbanismo del Senado norteamericano. El texto completo de este discurso está disponible en inglés en www.sec.gov/news/testimony

⁷⁸ Véase el Título I, Public Company Accounting Oversight Board, de la SOX.

⁷⁹ La Junta es un organismo integrado por 5 miembros independientes elegidos por la SEC, quienes durarán en sus cargos 5 años (Sección 101 de la SOX.) La Junta comenzó a operar en abril de 2003.

⁸⁰ La Sección 102 de la SOX contiene los requisitos para registrarse en el registro que al efecto lleva la Junta.

⁸¹ Sobre esta materia, véase la Sección 101 de la SOX.

1. Llevar un registro de las compañías de contabilidad pública que preparan informes de auditoría para los emisores.
2. Establecer y/o adoptar normas de auditoría, de control de calidad, ética e independencia y las relativas a otros estándares relacionados con la preparación de los reportes de auditoría para emisores.
3. Conducir las inspecciones que se efectúen a las compañías de contabilidad pública registradas con el objeto de verificar el cumplimiento de la SOX, de las reglas y normas de la Junta, de la SEC y los estándares profesionales relativos a la realización de las auditorías, preparación de los reportes de auditoría y demás materias pertinentes.
4. Conducir las investigaciones y los procedimientos disciplinarios e imponer las sanciones que correspondan a las firmas de contabilidad públicas registradas y demás personas relacionadas a dichas firmas⁸².
5. Desarrollar cualquier otro deber que la Junta o la SEC determine que sea necesario o apropiado para promover un alto nivel profesional y mejorar la calidad de los servicios de auditoría.
6. Velar por el cumplimiento de la SOX, de las reglas de la Junta, las normas profesionales y las leyes de valores relacionadas con la preparación y emisión de los informes de auditoría y las correspondientes obligaciones de los auditores.

ii) Independencia de los Auditores.

En su Título II, la SOX aborda la independencia de los auditores y, entre otras normas, establece:

1.- Servicios prohibidos no relacionados con la auditoría (Sección 201 SOX)

Se establece una serie de servicios que las compañías de contabilidad no pueden prestar a la sociedad emisora a la cual prestan servicios de auditoría. Estos servicios son:

⁸² La SOX establece que la Junta puede suspender o revocar el registro de una firma de contabilidad pública si éstas se rehúsan a cooperar con las investigaciones que lleve a cabo la Junta.

- Servicios de contabilidad y otros servicios relacionados con registros o documentos contables o financieros del cliente auditado;
- Servicios de diseño y/o implementación de sistemas de información financiera;
- Servicios de evaluación;
- Servicios actuariales;
- Servicios de auditoría interna;
- Servicios o funciones de gerencia o administración y de recursos humanos;
- Servicios de *brokerage* o intermediación financiera, de consultoría de inversión y/o servicios de banca de inversión;
- Servicios legales y servicios profesionales no relacionados con la auditoría;
- Cualquier otro servicio que la Junta determine.

2.- *Servicios pre aprobados por el Comité de Auditoría (Sección 202 SOX)*

Las compañías de contabilidad pública podrán prestar servicios no relacionados con auditoría, incluyendo asesorías financieras, siempre y cuando: (i) estos servicios no estén incluidos en el listado de servicios que la Sección 201 de la SOX expresamente prohíbe (señalados precedentemente) y (ii) que hayan sido aprobados por el Comité de Auditoría de la sociedad.

Además, la SOX dispone que el Comité de Auditoría deberá informar a los inversionistas a través de los reportes periódicos exigidos por la SEC cualquier servicio no relacionado con la auditoría que haya sido previamente aprobado por el Comité.

3.- *Rotación del socio auditor a cargo de la auditoría (Sección 203 SOX)*

Por otra parte, se establece la rotación obligatoria, cada cinco años, del socio encargado de auditoría o del socio encargado de la revisión de la auditoría de una sociedad.

4.- Reportes al Comité de Auditoría (Sección 204 SOX)

Una de las más importantes reformas introducidas por la SOX es la obligación de las firmas de contabilidad pública de reportarse directamente al Comité de Auditoría de la sociedad.

El Comité de Auditoría es un comité (o cuerpo equivalente) establecido por y entre los miembros del Directorio de la empresa emisora con el propósito de supervisar los procesos de información contable y financiera de la sociedad, y auditar los estados financieros del emisor⁸³⁸⁴. Si este Comité no existe, entonces todo el Directorio pasará a ser el Comité de Auditoría de la sociedad.

La Sección 301 dispone que el Comité de Auditoría de cada emisor es directamente responsable por el nombramiento, compensación y supervisión del trabajo de los auditores externos (firmas de contabilidad pública registradas) empleados por la sociedad, incluyendo la resolución de los desacuerdos entre la gerencia y el auditor externo sobre la información financiera.

De acuerdo a la Sección 204 de la SOX, las compañías de contabilidad pública registradas deberán reportar directamente al Comité de Auditoría (y no al Directorio ni a la gerencia de la sociedad):

1. Todas las políticas contables significativas y prácticas a ser usadas;
2. Todas las alternativas de tratamiento de la información financiera dentro de los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados que han sido discutidas con la gerencia (o la administración);
3. Cualquier otra comunicación escrita importante entre la compañía de contabilidad pública con la gerencia de la sociedad.

⁸³ Definición establecida en la Sección 205 de la SOX.

⁸⁴ La Sección 301 de la SOX establece que cada miembro del comité de auditoría de la sociedad debe ser “independiente.” Para ser considerado “independiente,” el integrante del comité no debe: (1) aceptar ningún trabajo de consultoría, u otra compensación a modo de honorario por servicios a la empresa que no constituyen tareas propias del comité; o (2) estar afiliado con la empresa o alguna subsidiaria de la misma. (La SEC tiene autoridad para otorgar excepciones.)

5.- *Conflictos de Interés* (Sección 206 SOX)

La SOX prohíbe a las compañías de contabilidad pública registradas prestar servicios de auditoría a una sociedad emisora si el gerente general, el gerente de finanzas, el gerente de contabilidad o cualquier otra persona que se desempeñe en una posición similar en la sociedad emisora, haya sido empleado por esa compañía de contabilidad pública y haya participado en la auditoría del emisor durante el período que comprende un año antes de la fecha de inicio de la auditoría.

6. - *Evaluación Gerencial de los Controles Internos* (Sección 404 SOX)

La Sección 404 de la SOX es quizá la que más ha dado que hablar hasta el momento. Dicha sección establece la responsabilidad de la administración de la sociedad de establecer y mantener una adecuada estructura de control interno y procedimientos para la realización de los reportes financieros. Asimismo, requiere que la administración realice una evaluación anual de la efectividad que tienen los controles internos de la empresa con respecto a la emisión de informes financieros y que informe sobre dicha evaluación.

Paralelamente, esta sección exige que el informe de los auditores externos incluya una evaluación de los procedimientos de control interno del emisor para la elaboración de los informes financieros y su efectividad operativa.

2. **Regulación de los Abogados Corporativos**

Como hemos señalado, el establecimiento de deberes de *gatekeepers* en los asesores legales en materia corporativa ha sido bastante controvertido en EEUU. Sin embargo, el Congreso Norteamericano, durante la tramitación de la SOX, concluyó que los abogados habían tenido una responsabilidad directa en no prevenir los escándalos financieros que originaron la dictación de esta nueva y más estricta normativa de valores. Sobre este punto, el senador Jon

Corzine, que había sido el CEO del banco de inversiones Goldman, Sachs & Co., y auspiciador de la idea de regular la conducta profesional de los abogados en materia corporativa, le señaló al Senado:

“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”⁸⁵.

Este convencimiento dio origen a la Sección 307 del Título III de la SOX sobre responsabilidad corporativa, que establece las “Reglas de responsabilidad profesional para abogados”.

Dicha sección señala que la SEC deberá emitir un reglamento en interés público y para la protección del inversionista, estableciendo las normas mínimas de conducta profesional para abogados que figuran y ejercen ante la SEC en representación de emisores. Dicho reglamento deberá incluir a lo menos la siguiente regla:

1. Requerir al abogado a reportar o informar la evidencia de una “violación material” de la ley de valores o el incumplimiento de un deber fiduciario o violación similar por parte de una compañía o un agente, al gerente de asuntos legales (o fiscal) o al gerente general (o presidente) de la compañía (o persona equivalente); y
2. Si el gerente de asuntos legales (o fiscal) o el gerente general (o presidente) de la compañía no responde apropiadamente a la evidencia (adoptando, según sea necesario, las medidas o sanciones apropiadas respecto a la violación), requerir al abogado a reportar la evidencia al Comité de Auditoría de la Junta de Directores del emisor u otro comité de la Junta de Directores conformada solamente por directores no empleados directa o indirectamente por el emisor, o a la Junta de Directores.

⁸⁵ Citado por COFFEE en su libro: Gatekeepers. The Professions and the Corporate Governance. New York. Oxford University Press, Julio 2006. pág. 217.

3. Regulación de los Analistas Financieros

La Sección 501, Título V, de la SOX regula “los conflictos de interés del analista”. Esta sección establece que la SEC, una asociación registrada de valores o una bolsa nacional de valores bajo la autorización y dirección de la SEC, deben adoptar (no más allá de un año desde la entrada en vigencia de esta sección) reglas razonablemente diseñadas para regular los conflictos de interés que rodean a los analistas financieros. De acuerdo a la SOX estas normas deben centrarse en dos áreas específicas⁸⁶:

A) Protección del Analista Financiero

Las normas que se dicten deberán:

- (i) fomentar una mayor confianza pública en la investigación de valores y proteger la objetividad e independencia de los analistas financieros.

Este objetivo se logrará: (a) restringiendo la previa publicación de aclaración o aprobación de informes de investigación por personas empleadas por el *broker* o negociante que estén comprometidas en actividades de banca de inversión, o por personas no directamente responsables por la investigación de inversión, distintas del personal legal; (b) limitando la supervisión y evaluación compensatoria de los analistas de valores a funcionarios empleados por el *broker* o negociante que no estén comprometidos en actividades de banca de inversión; y (c) requiriendo que un *broker* o negociante y las personas empleadas por éstos que estén involucradas en actividades de banca de inversión no puedan directa e indirectamente tomar represalias o amenazar con tomar represalias contra el analista financiero empleado por ese *broker* o negociante o sus afiliados como resultado de un adverso, negativo o de otro modo desfavorable informe de investigación.

⁸⁶ Sobre esta materia, véase la Sección 501 de la SOX.

- (ii) definir los períodos durante los cuales los *brokers* o negociantes que han participado, o vayan a participar en una oferta pública de valores como suscriptores o negociantes no publiquen o distribuyan de cualquier otro modo informes de investigación referentes a tales valores o al emisor de dichos valores;
- (iii) establecer salvaguardas estructurales e institucionales dentro de los *brokers* o negociantes registrados con el objeto de asegurar que los analistas financieros estén separados por apropiadas divisiones de información dentro de la firma, de manera que no queden sujetos a la revisión, presión o supervisión de aquellos cuya participación en actividades de banca de inversión pueda influir potencialmente en su juicio o supervisión; y
- (iv) manejar toda otra clase de asuntos que la SEC o la asociación o bolsa determinen apropiado.

B) Transparencia informativa

La SEC o una asociación registrada de valores o una bolsa nacional de valores bajo la autorización y dirección de la SEC, deberán adoptar regulaciones razonablemente diseñadas para requerir a cada analista financiero y a cada *broker o dealer* registrado revelar en presentaciones públicas o en cada informe de investigación, según sea aplicable, los conflictos de interés que sean conocidos o que deberían ser conocidos por éstos y que existiesen a la fecha de la presentación o de la distribución del informe. Esta información debe incluir:

- (i) la extensión en la cual el analista financiero tiene deudas o inversiones accionarias en el emisor que es el sujeto de la presentación o informe de investigación;
- (ii) si el *broker o dealer* registrado, o cualquier afiliado, incluyendo el analista financiero, ha recibido una compensación del emisor que es el sujeto de la presentación o informe de investigación, sujeto a las excepciones que la SEC determine;

- (iii) si un emisor, cuyos valores son recomendados en la publicación o en el informe de investigación, es actualmente o ha sido durante el período de un año precedente a la fecha de publicación o fecha de distribución del informe, un cliente del *broker o dealer* registrado, o si así fuera, señalar los tipos de servicios proporcionados al emisor;
- (iv) si el analista financiero recibió compensación con respecto a un informe de investigación, basado (entre otros factores) sobre los ingresos de la banca de inversión (general o específicamente ganados del emisor que está siendo analizado) del *broker o comerciante* registrado; y
- (v) cualquier otra revelación de conflictos de interés que sea de importancia para los inversionistas, los analistas financieros, o el *broker o dealer* según la SEC, o que la asociación o bolsa de valores determinen apropiado.

En julio de 2003, la SEC aprobó las reglas propuestas por la Bolsa de Nueva York (*New York Stock Exchange*, NYSE) y por el NASD (*National Association of Securities Dealer*), organismo que regula la bolsa de comercio electrónica más grande de EEUU, la NASDAQ (*National Association of Securities Dealer Automated Quotation*) en conformidad a lo establecido en la Sección 501 de la SOX.

4. Regulación de las Agencias Clasificadoras de Riesgo

Respecto a esta materia, la Sección 702 de la SOX estableció que la SEC debía elaborar y presentar un informe dentro de los 180 días siguientes a la entrada en vigencia de dicha ley referente a la función de las agencias clasificadoras de riesgo y su operación en el mercado de valores, como asimismo las áreas o materias que dicho estudio debía tener en consideración.

En enero de 2003, la SEC presentó al Presidente y al Congreso de EEUU un Informe sobre el rol y la función de las Agencias Clasificadoras en la operación del mercado de valores

norteamericano⁸⁷. En dicho informe se destaca el rol que cumplen las clasificadoras de riesgos en el mercado de valores, en especial en las decisiones de inversión de los inversionistas y el cual se refleja, entre otras cosas, en el impacto que las clasificaciones crediticias tienen en la habilidad del emisor de acceder al capital. Asimismo, se destaca el necesario rol que desempeñan estas agencias para los inversionistas institucionales, quienes utilizan sus clasificaciones como un importante criterio al momento de efectuar sus propias evaluaciones crediticias y análisis de inversión. Además, generalmente los grandes inversionistas deben usar las clasificaciones de riesgo para cumplir con algún requisito legal – como en el caso de las AFP chilenas – que exigen que los instrumentos en los que estas compañías inviertan hayan sido objeto de un mínimo de clasificaciones.

En base al diagnóstico efectuado por el informe en comento y a posteriores estudios y ronda de consultas efectuadas a diversos expertos del mercado, el 29 de septiembre del 2006, el Presidente de EEUU promulgó la Ley que reforma las Agencias Clasificadoras⁸⁸.

Previamente a indicar los principales cambios introducidos por esta Ley, explicaremos algunas características esenciales de la industria de la clasificación de riesgos en EEUU.

Actualmente en EEUU, diversas leyes en materia financiera, bancaria y de valores exigen que las clasificaciones de determinados instrumentos sean efectuadas por una Organización Clasificadora Estadística Nacionalmente Reconocida o por una “NRSRO”⁸⁹, en sus siglas en inglés. La SEC empezó a utilizar el concepto de NRSRO para determinados fines regulatorios por primera vez a partir del año 1975, los cuales se han ido ampliando a lo largo de los años, creando de esta manera un mercado asegurado y exclusivo para aquellas agencias calificadas como NRSRO.

⁸⁷ U.S SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets. Enero 2003.

⁸⁸ Credit Rating Agency Reform Act of 2006, Public Law No. 109-291. Disponible en sitio web www.govtrack.us.

⁸⁹ Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, NRSRO.

La SEC es el organismo encargado de designar las agencias clasificadoras de riesgo que cumplen con los requisitos para ser una NRSRO. Las tres principales agencias que gozan de esta calificación en EEUU han sido Moody's Investor Service, Standard & Poor's y Fitch Ratings. Estos últimos años y con el objeto de desconcentrar el mercado de las clasificaciones de valores, la SEC también le confirió el status de NRSRO a A. M. Best Company y a Dominion Bond Rating Service, Ltd. Sin embargo, Moody's Investor Service y Standard & Poor's controlan aproximadamente el 80% del mercado norteamericano.

Para la SEC, el criterio más importante para designar a una agencia clasificadora como NRSRO es que la misma sea ampliamente aceptada en EEUU por los usuarios predominantes de clasificaciones de instrumentos de valores, como una compañía que emite clasificaciones creíbles y confiables. También se consideran la capacidad y la confiabilidad operacional de la agencia, incluyendo: (1) la estructura de organización de la agencia clasificadora; (2) sus recursos financieros; (3) el tamaño, la experiencia y el entrenamiento del personal de la compañía clasificadora; (4) la independencia de la agencia respecto de las compañías que clasifica; (5) los procedimientos de clasificación empleados; y (6) si la agencia clasificadora tiene procedimientos internos para prevenir el uso erróneo de la información que tiene el carácter de no pública y para reducir al mínimo los conflictos de interés posibles, y si esos procedimientos se están siguiendo⁹⁰.

Sin embargo, este procedimiento de designación no estaba sujeto a normas y criterios claros previamente establecidos, lo que afectaba la transparencia del mismo y la posibilidad de que firmas clasificadoras más pequeñas, o que se dedican a la clasificación de valores sólo en algunos sectores de la economía no pudiesen gozar del estatuto y los beneficios asociados a una NRSRO.

Con el objeto de fomentar y abrir la industria de clasificaciones de valores, la nueva Ley deroga la facultad de la SEC de designar a su arbitrio a las NRSRO y en su reemplazo establece un procedimiento y las exigencias que deben cumplir las agencias clasificadoras de riesgo para

⁹⁰ US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Concept Release: Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws. (Release Nos. 33-8236; 34-47972; IC-26066; File No). Documento disponible en www.sec.gov/rules/concept/33-8236.

solicitar ante la SEC el registro como NRSRO. La Ley señala que se entenderá por NRSRO a aquellas agencias clasificadoras que: (i) hayan participado en la clasificación crediticia al menos tres años consecutivos previos a la fecha de aplicación de registro en la SEC; (ii) que emitan clasificaciones crediticias certificadas por compradores institucionales calificados y sobre determinaciones de instituciones e instrumentos⁹¹ y; (iii) que estén registrados en el registro que para estos efectos lleva la SEC.

La sección 4 de la Ley establece los requisitos que deben cumplir y la información que deben acompañar las agencias clasificadoras de riesgo que postulan al registro de NRSRO. Entre otros antecedentes, las agencias deben acompañar: (i) las metodologías y procedimientos utilizados para efectuar las clasificaciones; (ii) la estructura organizacional del solicitante; (iii) posibles conflictos de interés; (iv) en una base confidencial, acompañar una lista con los 20 emisores más grandes de valores y suscriptores que utilizan los servicios de clasificación del solicitante. Asimismo, salvo ciertas excepciones, se les exigen a los solicitantes acompañar a la solicitud de registro una certificación por escrito de por lo menos 10 compradores institucionales calificados que hayan utilizado las clasificaciones del solicitante.

La SEC tiene 90 días para revisar la solicitud y determinar si accede o deniega el registro. La Ley regula el procedimiento que se debe seguir en caso que la SEC rechace la inscripción en el registro de NRSRO y le confiere facultades para denegar, suspender y cancelar registros en caso de incumplimiento de la nueva normativa y de las normas que dicte al efecto la SEC.

Asimismo, se establece que las NRSRO deben contar con procedimientos y políticas internas que permitan prevenir y manejar oportunamente posibles conflictos de interés, como asimismo que permita fiscalizar el cumplimiento de las normas contenidas en la nueva ley como cualquier otra normativa a que estén sujetas las agencias clasificadoras.

⁹¹ Que efectúen clasificaciones respecto: (i) instituciones financieras, corredores, o distribuidores; (ii) compañías de seguros; (iii) emisores corporativos; (iv) emisores de seguridades asset-backed; (v) emisores de instrumentos de propiedad del gobierno, de las municipales, o emisiones de gobiernos extranjeros; o (vi) una combinación de unas o más categorías de las letras descritos en cualesquiera de las cláusulas (i) o (v).

III. Paralelo entre el caso de Enron y el Fraude financiero protagonizado por Parmalat.

Dos años después del escándalo financiero de Enron, Europa - donde a diferencia de EEUU predomina una estructura de propiedad accionario concentrada - era golpeada por uno de los mayores fraudes financieros corporativos de su historia. La empresa multinacional Parmalat revelaba un agujero contable de millones de euros y dejaba al descubierto un sin número de prácticas ilícitas, engaños, fraudes contables, que el grupo controlador de la sociedad venían realizando hacia ya varios años.

La empresa Parmalat fue fundada por Calisto Tanzi en 1962. Desde sus inicios, Parmalat ha sido una compañía de carácter familiar, dedicada a las industrias lácteas y a otras actividades, principalmente del sector alimentación. Aunque Parmalat cotizaba en bolsa desde 1987, su principal propietario seguía siendo la familia Tanzi; que controlaba el 51% del capital social.

Desde su fundación, Parmalat había experimentado un rápido crecimiento. A finales de 2002 contaba con más de 36.000 empleados en 139 centros de producción distribuidos en 30 países, sumando una facturación de unos 7.590 millones de euros.

La luz de alarma se encendió cuando, a finales de 2003, la compañía de auditoría Deloitte & Touche descubrió que Parmalat había contabilizado mal una transacción con divisas llevada a cabo con Epicurum, un fondo de inversiones establecido en las Islas Caimán. Dicha operación se anotó como un beneficio neto de 135 millones de euros correspondiente al primer semestre que en realidad no existía. Posteriormente el Bank of America develó, tras una petición de conciliación de la empresa auditora Grant Thornton, que una supuesta cuenta de la sociedad “offshore”⁹² Bonlat, filial de Parmalat establecida también en las Islas Caimán, era inexistente.

⁹² Es un término en idioma inglés que significa "en el mar, alejado de la costa". En el ámbito financiero se utiliza para referirse a empresas ficticias creadas en centros financieros con un nivel impositivo muy bajo (paraísos fiscales), que generalmente se encuentran en islas (de ahí la utilización del término inglés).

De esta forma se descubría que 3.900 millones de euros contabilizados en el balance no eran más que humo.

Los problemas financieros de Parmalat tuvieron su origen en un costoso plan de expansión de la compañía por Latinoamérica, EEUU, y luego por Europa. Este crecimiento fue apoyado por algunos de los bancos de inversión más importantes del mundo, entre ellos el Bank of America, Merrill Lynch, JP Morgan, Chase Manhattan y Citigroup. Fue entonces cuando los directivos de Parmalat empezaron a falsificar las cuentas de la empresa para ocultar su verdadera situación financiera. Simultáneamente, desviaban fondos a otras empresas controladas por la familia Tanzi a través de un complejo sistema de más de 170 empresas subsidiarias.

Como consecuencia de este fraude, miles de trabajadores y accionistas vieron perder sus ahorros y la confianza que se había depositado en el buen funcionamiento del mercado se resintió considerablemente.

A diferencia de lo sucedido en el caso de Enron, los principales involucrados en el fraude de Parmalat son los accionistas controladores de la sociedad, que además ejercían cargos directivos y gerenciales en la sociedad. Por otra parte, el fraude no tuvo por objeto maquillar las ganancias para maximizar el precio de las acciones de la compañía y hacer luego efectivas opciones sobre las acciones o beneficios similares, sino que ocultar el mal manejo de la sociedad, el verdadero estado de situación de la compañía y los beneficios ilegítimos percibidos por los controladores de la Parmalat. De hecho, el entonces presidente y principal accionista de la compañía, Calisto Tanzi, reconoció haber extraído 500 millones de euros de Parmalat para negocios relacionados con su familia.

La Actuación de los *Gatekeepers* en el caso Parmalat

En este caso, al igual que en el de Enron, las dudas y las investigaciones se han centrado en determinar el grado de participación y conocimiento de la verdadera situación financiera de Parmalat por parte de las firmas auditoras del holding - las filiales en Italia de las firmas Grant

Thornton y Deloitte & Touche-, de los principales bancos de inversión que participaron en varias operaciones de financiamiento de la empresa, abogados corporativos externos y analistas financieros, entre otros.

Aunque varios juicios en Italia a raíz de este caso siguen en curso, existiría evidencia que la principal asesora legal de Parmalat, la firma Zini & Associates, estaba plenamente implicada en el fraude de su cliente. Según declaraciones de los trabajadores de esa firma al *Financial Times*, allí se habían destruido documentación relacionada con Bonlat y había ayudado a Parmalat a crear el fondo de inversiones ficticio Epicurum. Una auditoría llevada a cabo por PriceWaterhouseCoopers puso de manifiesto que cuatro de los dieciséis pagos realizados por Parmalat a favor de Zini & Associates estaban, supuestamente, relacionados con Epicurum.

Estos antecedentes hicieron cuestionar el papel que habían jugado en este fraude: Citibank, la entidad que había llevado a cabo estas transacciones; el Bank of America, que había colocado en el mercado americano 500 millones de dólares en bonos de Parmalat y era el principal acreedor de la compañía; Capitalia, antigua Banca di Roma, acusada por Calisto Tanzi de obligar a Parmalat a comprar dos sociedades a precios excesivos (que utilizaron el dinero para reducir su deuda con el banco); el Deutsche Bank; Grant Thornton, la empresa de auditoría que certificaba, entre otras, las cuentas de Bonlat; y Deloitte & Touche Tohmatsu, encargada de revisar las cuentas consolidadas del grupo.

CAPÍTULO III: LOS GATEKEEPERS DEL MERCADO DE VALORES CHILENO

I. El Mercado de Valores Chileno

1. Estructura del Mercado

El mercado de capitales chilenos se caracteriza por ser un mercado pequeño y poco líquido⁹³. En el año 2006, estaban inscritas 600 sociedades en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros⁹⁴, 6 Administradores de Fondos de Pensión (AFP), 24 Administradores Generales de Fondos, 12 Administradores de Fondos de Inversión, 26 Bancos e Instituciones Financieras, 19 Compañías de Seguros Generales y 21 Compañías de Seguros de Vida⁹⁵.

La estructura de propiedad de las empresas chilenas se caracteriza por una alta concentración de la propiedad. Estudios realizados indican que al considerar todas las empresas listadas en bolsa el mayor accionista es propietario, en promedio, del 46.2% de las acciones, mientras que los tres y cinco mayores accionistas mantienen, en promedio, el 73.6% y 88.6% de la propiedad respectivamente⁹⁶.

⁹³ El volumen de transacciones es relativamente bajo, con un índice de rotación anual de aproximadamente 8% en el 2003 (fuente: informe BM-FMI auditores).

⁹⁴ Excluye las Administradoras de Fondos de Pensiones, Administradoras Generales de Fondos, de Fondos Mutuos, de Fondos de Inversión, de Fondos de Inversión de Capital Extranjero, Fondos para la Vivienda y Bolsas de Valores.

⁹⁵ Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros, www.svs.cl

⁹⁶ LEFORT, Fernando. Gobierno Corporativo ¿Qué es? y ¿Cómo andamos por casa? Cuadernos de Economía, Vol. 40, N° 120, pp 207-237, Agosto 2003. Pág. 227.

La concentración de la propiedad es aun mayor en términos de control de la empresa debido a la presencia de estructuras de propiedad interrelacionadas que constituyen los llamados grupos económicos o conglomerados⁹⁷⁹⁸.

El número de grupos económicos o empresariales en el país ha tenido un fuerte aumento durante los últimos 20 años. De acuerdo a las estadísticas llevadas por la SVS, en el año 1990 existían 26 grupos empresariales en Chile, 78 en 1998, 89 el 2003, llegando en marzo de 2007 a 117⁹⁹.

Los grupos económicos en Chile controlan el 70% de las empresas no financieras listadas en bolsa; el 85% del patrimonio bursátil total y el 90% de los activos totales de empresas no financieras listadas¹⁰⁰. La propiedad del capital accionario consolidado de las empresas afiliadas a grupos económicos se divide en un 57 % en manos de los controladores, un 25% repartido entre fondos de pensiones y ADR, y alrededor de un 15% repartido entre otros accionistas minoritarios. Aproximadamente la mitad de los grupos económicos que operan en Chile son controlados por capital extranjero¹⁰¹.

Otra característica del mercado de capitales chilenos dice relación con los mecanismos de financiamiento utilizados por las sociedades cotizadas. Dada la predominante presencia de conglomerados, una importante proporción de la inversión de las sociedades es financiada reteniendo las utilidades o prestando capital proveniente de otras compañías miembros del grupo

⁹⁷ LEFORT, Ob. Cit. N°96, pág. 227.

⁹⁸ De acuerdo a la Ley 18.045, de Mercado de Valores, se entiende por grupo empresarial “el conjunto de entidades que presentan vínculos de tal naturaleza en su propiedad, administración o responsabilidad crediticia, que hacen presumir que la actuación económica y financiera de sus integrantes está guiada por los intereses comunes del grupo o subordinada a éstos, o que existen riesgos financieros comunes en los créditos que se les otorgan o en la adquisición de valores que emiten”.

⁹⁹ Antecedentes disponibles en la página web de la Superintendencia de Valores y Seguros. http://www.svs.cl/sitio/html/merc_valores/f_estadisticas.html.

¹⁰⁰ LEFORT, Fernando. La Estructura de de Gobierno Corporativo de las Empresas Chilenas. Centro para el Gobierno de la Empresa. Presentación en conferencia Gobiernos Corporativos: Agregando Valor a la Empresa, organizada por el Diario Financiero. 29 de Agosto de 2006. Artículo disponible: http://www.gobiernodelaempresa.cl/files/cge/act/conf/FLefort_DFinanciero_2006.pdf

¹⁰¹ LEFORT, Ob. Cit. N°96, pág. 228.

económico al cual pertenecen. Las deudas intra grupo económico representan en promedio sobre el 20 % de las responsabilidades del sector corporativo chileno¹⁰².

Los inversionistas institucionales -AFPs, fondos mutuos, fondos de inversión, compañías de seguros- ejercen un rol destacado en el mercado de capitales chileno. Las AFPs, están autorizadas a invertir, entre otros instrumentos, en acciones de sociedades anónimas abiertas, lo que ha contribuido a dar mayor profundidad al mercado. Sin embargo, como la Ley de Pensiones, DL 3.500, establece límites máximos para las inversiones de un mismo emisor, las AFPs se han convertido en importantes accionistas minoritarios de las sociedades cotizadas chilenas¹⁰³.

Finalmente, existen tres bolsas de valores en el país: La Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa Electrónica de Chile y la Bolsa de Corredores de Chile, ésta última ubicada en la ciudad de Valparaíso.

2. Marco Regulatorio del Mercado de Valores Chileno

El principal cuerpo legal que rige el mercado de valores chileno es la Ley 18.045, Ley de Mercado de Valores de 1981. Las sociedades cotizadas que transan sus valores en este mercado también están sujetas a la Ley 18.046, Ley de Sociedades Anónimas (LSA).

La regulación, protección y supervisión del mercado está a cargo principalmente de la SVS. Este organismo público fue creado en el año 1980 por el DL N° 3.538 y es una institución de carácter autónoma, con personalidad jurídica y patrimonio propio, que se relaciona con el Gobierno a través del Ministerio de Hacienda. La principal función de la SVS es fiscalizar las actividades y entidades que participan en los mercados de valores y de seguros en Chile. No quedan sujetos a la fiscalización de esta Superintendencia los bancos, las sociedades

¹⁰² AGOSIN, Manuel y PASTEN Ernesto. Corporate Governance in Chile. Banco Central de Chile, Documentos de Trabajo N° 209, Mayo 2003. Pág. 8.

Disponibile en <http://www.bcentral.cl/Estudios/DTBC/doctrab.htm>.

¹⁰³ Un importante papel jugaron los inversionistas institucionales en la defensa de los intereses de los accionistas minoritarios en el denominado caso “Chispas”.

administradoras de fondos de pensiones y las entidades y personas naturales o jurídicas que la ley exceptúe expresamente.

En diciembre del año 2000, el país dio un importante paso en la modernización y profundización del mercado de capitales chilenos, con la dictación de la Ley N° 19.705, que regula la Ofertas Públicas de Acciones (OPAs) y establece Régimen de Gobiernos Corporativos (Ley de OPAS).

En esta reforma se establecieron los lineamientos centrales para los procesos de tomas de control, creándose el mecanismo de OPAs. Adicionalmente, se introdujeron diversos cambios a la legislación del mercado de valores, sociedades anónimas y fondos mutuos y de inversión, con el fin de incorporar normas que mejoraran el marco de los gobiernos corporativos de las sociedades anónimas abiertas y de introducir reformas modernizadoras en el mercado de capitales chileno en general¹⁰⁴.

Los principales cambios introducidos por la Ley de OPAS en el ámbito del mercado de valores fue incorporar un nuevo capítulo XXV a LMV, en el cual se da una definición de OPA, se fijan las hipótesis que la hacen obligatoria, el procedimiento a seguir para llevar a cabo una OPA, etc.

En el ámbito de las sociedades anónimas y gobiernos corporativos, la Ley 19.705 estableció la obligación de constituir un Comité de Directores – que equivale a lo que se denomina Comité de Auditoría – a todas aquellas sociedades anónimas abiertas que tengan un patrimonio bursátil igual o superior al equivalente a 1.500.000 unidades de fomento. Este Comité, que debe estar constituido por directores independientes al controlador¹⁰⁵¹⁰⁶, tiene como

¹⁰⁴ LAZEN Vicente y SEPULVEDA Ana Cristina. Desarrollo De Las Tomas De Control En Chile Después de la Ley De Opas. Superintendencia de Valores y Seguros, Documento de Trabajo N°4, Noviembre de 2004. Pág.7. Documento disponible en www.svs.cl

¹⁰⁵ De acuerdo al artículo 50 bis de la Ley de Sociedades Anónimas, se entenderá que un director es independiente cuando, al sustraer de su votación los votos provenientes del controlador o de sus personas relacionadas, hubiese resultado igualmente electo.

¹⁰⁶ La Ley 18.046 establece que el Comité estará integrado por tres miembros, la mayoría de los cuales deberán ser independientes al controlador. Sin embargo señala, que los directores vinculados al controlador podrán constituir mayoría si la cantidad de directores independientes no fuere suficiente para lograrla.

principales funciones examinar los informes de los auditores externos, los estados financieros de la sociedad y pronunciarse sobre las transacciones con partes relacionadas. Además, la Ley de OPAs reguló las transacciones con partes relacionadas, el derecho a retiro, estableció una nueva acción civil derivada y consagró la igualdad de derechos entre tenedores de ADRs y accionistas, entre otras materias.

Los objetivos de estas reformas fue brindar mayor protección a los accionistas minoritarios. Como ya hemos señalado, en los sistemas societarios donde predomina la concentración de la propiedad, como en el caso chileno, uno de los principales problemas que surgen, y que las legislaciones buscan evitar, es la posibilidad de que los accionistas controladores extraigan rentas de los accionistas minoritarios.

Finalmente en Chile, la autorregulación en los mercados de capital es prácticamente inexistente. Las principales regulaciones son impuestas y supervisadas por las autoridades correspondientes y no hay requisitos adicionales por parte de las bolsas de valores o prácticas relacionadas con el buen gobierno corporativo auto impuestas por las empresas. Por otro lado, aunque el sistema legal chileno se inspira en el código civil francés, la mayoría de las reformas implementadas a las leyes referentes al mercado de valores y a las sociedades anónimas fueron inspiradas en sus homólogas en EEUU¹⁰⁷.

II. Regulación de los Gatekeepers del Mercado de Valores Chileno

1. Auditores Externos

a) Marco Regulatorio

La Ley de Sociedades Anónimas exige que todas las empresas preparen sus cuentas financieras anuales de acuerdo con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados de

¹⁰⁷ LEFORT, Ob. Cit. N°96, pág. 232.

Chile (PCGA)¹⁰⁸, y que las sociedades inscritas sean auditadas cada año por un auditor independiente.

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 auditoría.

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 NAGA¹⁰⁹. Sin perjuicio de lo anterior, la SVS, la SBIF y la Superintendencia de AFP tienen facultades para establecer normas de contabilidad aplicables a las instituciones que quedan bajo su fiscalización. La Ley de OPAs, le confirió a la SVS nuevas y más amplias facultades normativas y fiscalizadoras sobre las prácticas e información contable y financiera a que deben sujetarse las sociedades inscritas y los auditores externos.

En conformidad a lo dispuesto en la LSA, es la Junta Ordinaria de Accionistas de las sociedades anónimas abiertas 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 cometido¹¹⁰.

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 fiscalización¹¹¹. Para inscribirse como auditor, nuestra legislación no exige el rendimiento de ninguna clase de examen profesional.

La ley establece que la principal función de estos profesionales es examinar la contabilidad, inventario, balance y otros estados financieros de la sociedad.

¹⁰⁸ Artículo 73 de la Ley 18.046.

¹⁰⁹ De acuerdo a lo establecido en la Ley 13.011 del año 1958.

¹¹⁰ Artículo 52 Ley 18.046.

¹¹¹ Artículo 53 Ley 18.046.

La LSA delega en el Reglamento de la Ley la regulación de los requisitos, derechos, obligaciones, funciones y demás atribuciones relativas a los auditores externos e inspectores de cuentas. Dicho cuerpo normativo establece que podrán hacer auditoría externa los contadores auditores, los ingenieros comerciales y, en general, cualquier otra persona que de conformidad a la ley esté facultada para emitir informes de auditoría de estados contables financieros y que acrediten ejercicio profesional de a lo menos 3 años. También podrán hacer auditoría externa los contadores con a lo menos 5 años de ejercicio profesional¹¹². La legislación chilena permite que los auditores externos sean personas naturales o jurídicas.

Respecto a los requisitos de independencia exigidos para desempeñar la función de auditores externos, el RSA señala que éstos deben ser independientes de las sociedades auditadas, no pudiendo, en consecuencia, poseer directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas más del 3% de su capital suscrito. Asimismo, señala, que los ingresos mensuales de los auditores externos que provengan de un mismo cliente, sea directamente o a través de personas naturales o jurídicas, no podrán exceder al 15% de su ingreso mensual total¹¹³.

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.

Por su parte, el artículo 55 inciso 3º de la LMV establece que los directores, liquidadores, administradores, gerentes y auditores de emisores de valores de oferta pública que infrinjan disposiciones legales, reglamentarias y estatutarias responderán solidariamente de los perjuicios que causaren.

Respecto a la responsabilidad penal, la LSA, en su artículo 134, dispone que los auditores externos que con sus informes, declaraciones o certificaciones falsas o dolosas, indujeren a error a los accionistas o a los terceros que hayan contratado con la sociedad, fundados en dichas informaciones o declaraciones falsas o dolosas, sufrirán la pena de presidio o

¹¹² Artículo 48 Reglamento de la Ley 18.046.

¹¹³ Artículo 51 Reglamento de la Ley 18.046.

relegación menores en sus grados medios a máximo y multa a beneficio fiscal por el valor de hasta una suma equivalente a 4.000 unidades de fomento.

Asimismo, la LMV, en su artículo 59 tipifica una serie de conductas que generan responsabilidad penal, las cuales se relacionan con la certificación y veracidad de la información que se da a conocer al mercado. El artículo citado, en su letra d), establece que sufrirán las penas de presidio menor en su grado medio a presidio mayor en su grado mínimo, los contadores y auditores que dictaminen falsamente sobre la situación financiera de una persona sujeta a obligación de registro de conformidad a esta ley.

Finalmente, los auditores externos también pueden estar sujetos a responsabilidad administrativa por infracciones a las disposiciones de la LMV, LSA, RSA o cualquier otro texto legal cuya fiscalización le corresponde a la SVS. En estos casos, la SVS tiene las facultades de aplicar sanciones tales como multas a beneficio fiscal, suspensión o cancelación del registro.

b) Inspectores de Cuentas de Sociedades Anónimas Cerradas

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 cerradas¹¹⁴ 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, debiendo informar por escrito a la próxima junta ordinaria sobre el cumplimiento de su mandato.

Las sociedades anónimas cerradas, que no decidan someterse voluntariamente a las normas de las sociedades anónimas abiertas, no quedan sujetas a la fiscalización de la SVS y ni deben inscribirse en el Registro de Valores. Por su parte, los inspectores de cuenta de esta clase

¹¹⁴ Son sociedades anónimas cerradas, de acuerdo al artículo 2 de la LSA, aquellas no comprendidas en ninguna de las siguientes categorías (de sociedad anónimas abiertas): 1) aquellas que tienen 500 o más accionistas; 2) aquellas en que al menos, el 10% de su capital suscrito pertenece a un mínimo de 100 accionistas, excluidos los que individualmente, o a través de otras personas naturales o jurídicas, excedan dicho porcentaje, y 3) aquellas que inscriban voluntariamente sus acciones en el Registro de Valores.

de sociedades no deben inscribirse en los registros de la SVS como tampoco quedan sujetos a su fiscalización.

Los inspectores de cuentas están facultados para examinar todos los libros, registros, documentos y antecedentes de la sociedad. Además, podrán vigilar las operaciones sociales y fiscalizar las actuaciones de los administradores y el fiel cumplimiento de sus deberes legales, reglamentarios y estatutarios.

La legislación no establece ninguna clase de exigencia profesional o técnica como tampoco un mínimo de años de experiencia profesional previa para desempeñarse como inspector de cuentas. El RSA establece que éstos deberán ser personas naturales mayores de edad, libres administradores de sus bienes y que no hayan sido condenados por delitos que merezcan pena aflictiva.

Los inspectores de cuenta pueden ser accionistas de las sociedades anónimas cerradas cuyos estados financieros y contables revisan¹¹⁵. La única limitación que establece el RSA es que no podrán ser inspectores de cuentas los directores o liquidadores de la sociedad, los gerentes y demás trabajadores de ésta¹¹⁶.

El RSA dispone que los inspectores de cuentas responderán hasta de la culpa leve por los perjuicios que causaren a los accionistas con ocasión de sus actuaciones e informes¹¹⁷.

Pese a la importante función que cumplen los inspectores de cuentas, éstos no califican dentro de la definición que en el presente trabajo hemos dado de *gatekeepers*. Estos agentes no prestan servicios a sociedades cotizadas, ya que las sociedades anónimas cerradas no pueden hacer oferta pública de sus acciones. Además, las sociedades anónimas cerradas no están sujetas a los requerimientos información financiera que deben presentar las sociedades que efectúan oferta pública de valores en el mercado chileno, y las cuales están contenidas principalmente en

¹¹⁵ El artículo 44 del RSA señala que los inspectores de cuentas podrán concurrir a las juntas generales de accionistas con derecho a voz pero sin derecho a voto, salvo que éstos sean accionistas de la sociedad de que se trate, caso en el cual tendrán derecho a voto en razón de esta última calidad.

¹¹⁶ Artículo 45 del Reglamento de la Ley 18.046.

¹¹⁷ Artículo 46 del Reglamento de la Ley 18.046.

la LSA, LMV y la normativa emitida al respecto por SVS, donde destacan la Norma de Carácter General N°30 de noviembre de 1989, que establece normas de inscripción de emisores y valores de oferta pública en el Registro de Valores, su difusión, colocación y obligaciones de información continua y la Circular N° 1.501 de octubre de 2000, que instruye sobre el contenido y la forma de los informes financieros de las sociedades inscritas en el Registro de Valores de la SVS.

Por las circunstancias expuestas precedentemente, los inspectores de cuentas no actúan como garantes de la fiabilidad de la información financiera ante el mercado y sus inversionistas y, por ende, tampoco cumplen un rol de intermediarios reputacionales. Por otra parte, tampoco están concebidos como un mecanismo de control externo complementario al que efectúa la autoridad pública ya que esta clase de sociedades no están sujetas a la fiscalización de la SVS. Por último, en cuanto a la exigencia que los *gatekeepers* sean independientes de las sociedades que deben monitorear, los inspectores de cuentas pueden ser accionistas de la sociedad y a diferencia de los auditores externos, no existen límites a dicha participación.

c) Evaluación del Cumplimiento de Chile de los Principios de Buen Gobierno Corporativo de la OECD y sobre Normas de Contabilidad y Auditoría

La evaluación efectuada en el año 2003 por el Banco Mundial respecto al nivel de cumplimiento de Chile de los principios de la OECD¹¹⁸ sobre gobiernos corporativos¹¹⁹ concluyó que nuestro país “observaba” o “ampliamente observaba” 13 de 23 de estos principios¹²⁰. 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.

¹¹⁸ Organization for Economic Cooperation and Development.

¹¹⁹ 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/

¹²⁰ 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.

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 sociedades inscritas en el registro de la SVS preparan sus estados financieros de acuerdo a los PCGA, que difieren de los estándares internacionales de contabilidad, “IAS” (*internacional accounting standards*). Por otra parte, los estándares nacionales de auditoría no cumplen totalmente con los estándares internacionales de auditoría, “ISA” (*internacional standards on auditing*). En este punto, el reporte recomienda elaborar un mapa de ruta para que las sociedades adopten los IAS y los auditores los ISA.

En cuanto a la independencia de los auditores externos, el Reporte recomienda separar o prohibir que éstos presten servicios de consultoría. 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 requiere que los emisores separen los honorarios de consultoría de los de auditoría.

En el año 2004, el mismo organismo elaboró un informe especial sobre las prácticas contables y de auditoría en Chile¹²¹. Dicho informe reconoce que los PCGA de Chile han venido convergiendo con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) a lo largo de la última década y que están bien desarrollados. Sin embargo, señala que subsisten diferencias y omisiones significativas frente a las normas internacionalmente reconocidas, lo que limita la utilidad y posibilidad de comparación de estos estados financieros con aquellos producidos utilizando las normas internacionales, por lo que recomienda introducir una norma legal que establezca el uso obligatorio de la NIIF para propósitos de información financiera.

¹²¹ BANCO MUNDIAL. Informe sobre el Cumplimiento de Normas y Códigos (ROSC) en Chile. Contabilidad y Auditoría. 15 de Junio de 2004. Documento disponible en www.worldbank.org

En cuanto a la capacidad técnica de los auditores externos locales, el informe del Banco Mundial considera que los requisitos para calificar como tal son insuficientes, especialmente en la medida que no incluye un examen profesional. Por consiguiente, recomienda respaldar la iniciativa del Colegio de Contadores de Chile dirigida al establecimiento de un proceso de certificación de contadores públicos que sea consistente con las normas emitidas por la Federación Internacional de Contadores, reconociendo dicho proceso como la base para otorgar licencias profesionales a los auditores externos.

El informe recomienda también 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.

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. Esta Junta Supervisora deberá ser gobernada por una mayoría de profesionales que no estén en ejercicio y mantener una estrecha coordinación con las superintendencias.

d) Reacción Legislativa a las Recomendaciones del Banco Mundial - Proyecto de Ley del año 2005

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”¹²².

Uno de los objetivos del proyecto en comento era mejorar la industria de auditores externos en el país. Sin embargo, su tramitación no prosperó al ser rechazado por el Senado, el 07 de marzo de 2006, por falta de quórum.

El proyecto de ley incorporaba un nuevo Título XXVIII “De las Empresas de Auditoría Externa” a la LMV. Las principales reformas introducidas por el proyecto eran (i) la exigencia que las auditorías de las sociedades anónimas abiertas sean efectuadas por empresas de auditoría, eliminando la posibilidad que la efectúen personas naturales. Estas empresas debían estar inscritas en un registro llevado por la SVS y quedan sujetas a su fiscalización; (ii) la prohibición a que quedaban sujetas las empresas de auditoría externa de prestar otros servicios distintos a los de auditoría externa a las empresas auditadas; (iii) establecía las causales que afectaban la independencia de los auditores respecto de la sociedad auditada; (iv) establecía la obligación de los auditores de comunicar a las autoridades administrativas correspondientes, cualquier deficiencia grave y no solucionada por la administración de la sociedad que pueda afectar la adecuada presentación de la posición financiera o de los resultados de las operaciones de la sociedad auditada y de denunciar ante el Ministerio Público estos hechos cuando fueran constitutivos de delitos flagrantes que conozcan durante el desarrollo de la auditoría externa.

2. Agencias Clasificadoras de Riesgo

La legislación chilena, regula la Clasificación 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 EEUU.

Estas entidades deben inscribirse en un registro que para estos efectos lleva la SVS y quedan bajo su fiscalización. Actualmente, existen 4 entidades clasificadoras inscritas en los registros de la SVS¹²³.

¹²² Boletín 3.949-05. Disponible en el sitio web de la Biblioteca del Congreso Nacional, www.bcn.cl

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 Superintendencia¹²⁴.

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 principales¹²⁵. 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 chileno¹²⁶.

Las opiniones que emitan no son vinculantes para los agentes del mercado. Sólo lo son para las decisiones de inversión de las AFPs.

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 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 valores¹²⁷.

La normativa chilena también regula expresamente las principales inhabilidades¹²⁸ 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

¹²³ 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)

¹²⁴ Artículo 71 Ley 18.045.

¹²⁵ La LMV entiende por socios principales, para los efectos, a aquellas personas naturales, jurídicas, siempre que sean del mismo giro, o filiales de estas últimas, que individualmente sean dueñas de, a lo menos, el 5% de los derechos sociales.

¹²⁶ Artículo 72 Ley 18.045.

¹²⁷ Artículo 76 Ley 18.045.

¹²⁸ Artículo 79 Ley 18.045.

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 valores¹²⁹.

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 voluntaria, 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 clasificadora¹³⁰.

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 culpables¹³¹.

¹²⁹ De acuerdo al artículo 81 de la Ley 18.045, se entenderá que son personas con interés en un emisor determinado: a) Las relacionadas al emisor, conforme se define en esta ley y en las normas que la complementan; b) Quienes sean trabajadores o presten servicios o tengan algún vínculo de subordinación o dependencia con el emisor, sus coligantes o las entidades del grupo empresarial del que forma parte; c) Las personas naturales que posean valores emitidos por el emisor, su matriz o coligantes, en forma directa o a través de otras personas, por montos superiores a 2.000 U.F. para el caso de títulos de deuda o de 500 U.F. para el caso de acciones. También aquellas personas que por los montos mencionados tengan promesas u opciones de compra o venta sobre dichos valores o los hayan recibido como garantía. Se considerará para los efectos de esta letra, los valores que tenga o posea el cónyuge y también las promesas, opciones y los que haya recibido éste en garantía; d) Las personas jurídicas que posean valores emitidos por el emisor, su matriz o coligante, en forma directa o a través de otras personas, por montos superiores al 5% de su activo circulante o 15.000 U.F., en el caso de título de deuda, o superiores al 2% de su activo circulante o 3.000 U.F., en el caso de acciones. También aquellas personas que tengan compromisos u opciones de compra o venta sobre dichos valores o los hayan recibido como garantía, en los montos ya mencionados. Sin perjuicio de lo anterior, no se considerará persona jurídica con interés en cuanto posea inversiones, compromisos, opciones o hubiere recibido garantías por montos inferiores a los establecidos en la letra anterior; e) Quienes tengan o hayan tenido durante los últimos 6 meses, directamente o a través de otras personas, una relación profesional o de negocios importante con la entidad, sus coligantes o con las entidades del grupo empresarial del que forma parte, distinta de la clasificación misma; f) Los intermediarios de valores con contrato vigente de colocación de títulos del emisor, sus personas relacionadas y sus empleados; g) Los cónyuges y parientes hasta el primer grado por consanguinidad y primero por afinidad de los empleados del emisor, h) Las personas que determine la Superintendencia por norma de carácter general en consideración a los vínculos que éstas tengan con el emisor y que pudieran comprometer en forma significativa su capacidad para expresar una opinión independiente sobre el riesgo de la entidad emisora, de sus valores o sobre la información financiera de ésta.

¹³⁰ Artículo 81 bis Ley 18.045.

¹³¹ Artículo 93 Ley 18.045.

En cuanto a la responsabilidad penal a que pueden estar sujetos las personas que se desempeñen en el área de las clasificaciones de riesgo, la LMV en su artículo 59 letra g) dispone que sufrirán las penas de presidio menor en su grado medio a presidio mayor en su grado mínimo, los socios, administradores y, en general cualquier persona que en razón de su cargo o posición en las sociedades clasificadoras, se concertare con otra persona para otorgar una clasificación que no corresponda al riesgo de los títulos que clasifique.

Finalmente, en el ámbito de la responsabilidad administrativa, la LMV confiere a la SVS las facultades de suspender o cancelar las inscripciones de entidades clasificadoras de riesgo habida consideración a la idoneidad y cumplimiento de sus labores¹³².

La Comisión Clasificadora de Riesgo del DL 3.500

El DL 3.500, que establece un Nuevo Sistema de Pensiones, señala en qué instrumentos se pueden invertir los recursos provenientes de los Fondos de Pensiones. Asimismo, dispone que las AFPs sólo podrán adquirir dichos instrumentos una vez que los mismos hayan sido aprobados por la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR)¹³³.

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. La Comisión Clasificadora cuenta, además, con una Secretaría Administrativa, cuyo secretario es designado por los miembros de la Comisión. El secretario es quien actúa como de ministro de fe de las actuaciones, deliberaciones y acuerdos de la CCR y representa judicialmente y extrajudicialmente a la Secretaría Administrativa.

¹³² Artículo 87 Ley 18.045.

¹³³ El artículo 45 del DL 3.500, que señala los instrumentos, también establece ciertas excepciones a la obligación de aprobación previa por parte de Comisión Clasificadora de Riesgos.

Las principales funciones de la CCR son: (i) aprobar o rechazar instrumentos representativos de capital, deuda y cobertura de riesgo susceptibles de ser adquiridos por los Fondos de Pensiones; (ii) asignar una categoría de riesgo a los instrumentos de deuda que sean susceptibles de ser adquiridos con recursos de los Fondos de Pensión, salvo en los casos de rechazo de instrumentos; (iii) establecer las equivalencias entre las clasificaciones de los títulos de deuda señalados en la letra k) del artículo 45 del DL 3.500, realizadas por entidades clasificadoras internacionalmente reconocidas que ésta haya seleccionado para tales efectos y las categorías de riesgo definidas en el artículo 105 del DL 3.500¹³⁴.

Para el rechazo, aprobación y calificación de los instrumentos, la CCR debe considerar la evaluación efectuada por las agencias clasificadoras de riesgo de los títulos de deuda y las realizadas voluntariamente en el caso de acciones o cuotas de fondos de inversión.

El artículo 104, inciso 1, del DL 3.500, señala que la Comisión Clasificadora deberá considerar para su aprobación o rechazo, y asignarle una categoría de clasificación, si correspondiere, a todos aquellos títulos de deuda que cuenten con dos clasificaciones de riesgo efectuadas en conformidad a lo dispuesto en la ley N° 18.045. Esta asignación la efectuará para el solo efecto de determinar la diversificación de las inversiones que se realicen con los recursos de los Fondos de Pensiones.

Por último, el artículo 103 inciso 3 del DL 3.500, dispone que los miembros de la Comisión Clasificadora, 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.

¹³⁴ Véase artículo 99 DL 3.500.

3. 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 primeros, el N° 25 del artículo 69 de la Ley General de Bancos, autoriza a los bancos e instituciones financieras a actuar como agentes colocadores de acciones de primera emisión de sociedades anónimas abiertas, encargándose de su colocación sin garantizarla, o bien, comprometiendo 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 tales¹³⁵.

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 bolsa¹³⁶, 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. Cuando estos intermediarios de valores

¹³⁵ Artículo 25 Ley 18.045.

¹³⁶ 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.

actúan como miembros de una bolsa de valores, se denominan corredores de bolsa y aquellos que operan fuera de bolsa, agentes de valores. 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 SVS¹³⁷.

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. Esta norma también es aplicable a las instituciones financieras, cuando realicen funciones de intermediación de valores, en conformidad a lo dispuesto en el Capítulo 2-1 de la Recopilación Actualizada de normas de la SBIF.

En el caso de las instituciones financieras, la Ley General de Bancos y el Capítulo 10-2 de la Recopilación Actualizada de normas de la SBIF, sobre colocación de acciones de primera emisión por cuenta de terceros, establecen que el monto de la garantía de colocación de acciones que entreguen las instituciones financieras (underwriting garantizado) a los emisores, como las acciones que adquieran al hacerse efectiva ésta no podrá ser superior al equivalente del 35% del capital suscrito y pagado del respectivo emisor.

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.

¹³⁷ 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 educación básica y media o estudios equivalentes, conocimientos suficientes en la intermediación de valores.

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.

4. Analistas Financieros

La Ley General de Bancos autoriza expresamente a los bancos a prestar servicios de asesoría financiera¹³⁸. Para llevar acabo estos servicios los bancos deberán constituir en el país sociedades filiales, las cuales quedarán bajo la fiscalización de la SBIF¹³⁹. Sin embargo, la SBIF, mediante normas de carácter general, podrá autorizar a que los bancos realicen directamente servicios de asesoría financiera.

De acuerdo a lo dispuesto en el artículo 27 de la LMV, las corredoras de bolsa y agentes de valores pueden realizar además de operaciones de corretaje de valores, las actividades complementarias que autorice la SVS. Mediante la Circular de Carácter General N° 887 de 1989, la SVS autoriza a los intermediarios de valores a prestar asesoría o realizar estudios en diversas materias de carácter financiero.

Como vimos en el Capítulo I, los analistas financieros pueden verse expuestos a conflictos de interés y presiones de distinta naturaleza, especialmente a raíz de la prestación de servicios de banca de inversión y corretaje de valores. En este último caso, por ejemplo, estos conflictos pueden surgir en las corredoras de bolsa que administren una cartera propia de valores y cuenten con departamentos de estudios que efectúen recomendaciones de compra¹⁴⁰.

¹³⁸ 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.

¹³⁹ Artículo 70, letra b), DFL N°3, 1997, Ley General de Bancos.

¹⁴⁰ El inciso 2° del artículo 24 de la Ley 18.045, autoriza a los intermediarios de valores a comprar y vender valores por cuenta propia con ánimo de transferir derechos sobre los mismos. Y señala que, sin perjuicio de las demás obligaciones establecidas en la LMV, cada vez que un intermediario opere por

En EEUU 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 “murallas chinas” dentro de las entidades financieras e intermediarios de valores respecto de sus departamentos de estudios.

En Chile, y a diferencia de EEUU, estas materias no son abordadas por la legislación de valores y tampoco existe un mandado legal para que las Bolsas de Valores regulen directamente estos conflictos de interés.

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”¹⁴¹, 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 abordadas por el Comité de Regulación están los posibles conflictos de interés que puedan afectar a los analistas financieros de los corredores de bolsa. El número 3.5. de las Recomendaciones de Normas de Conductas recién señaladas, dispone que un analista del área o Departamento de Research (estudio) del corredor de bolsa, debe hacer observancia a los principios de probidad y buena fe, entregando todo el cuidado y diligencia que desprendería en un análisis de títulos y valores mobiliarios para sus propios negocios. En cualquier análisis o recomendación divulgada por escrito al público, inclusive por Internet, un analista deberá declarar:

cuenta propia deberá informar esta circunstancia a la o las personas que concurran a la negociación y no podrá adquirir los valores que se le ordenó enajenar ni enajenar de los suyos a quien le ordenó adquirir, sin autorización expresa del cliente.

¹⁴¹ Documento disponible en el sitio web de la Bolsa de Comercio de Santiago, www.bolsadesantiago.com.

1. Que sus recomendaciones reflejan única y exclusivamente sus apreciaciones personales y que fueron elaboradas en forma independiente y autónoma, inclusive en relación a la institución a la cual está vinculado.
2. 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.
3. 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.
4. 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.
5. Si su remuneración o esquema de compensación del cual es integrante está entrelazado con cualquiera de los valores mobiliarios emitidos por compañías analizadas.
6. Informar a sus clientes cuando se encuentre en presencia de cualquier otro tipo de conflictos de interés.

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.

5. Abogados Corporativos Externos

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

El año 2003, la Corte Suprema, decanos de las facultades de Derecho de las universidades tradicionales y el Colegio de Abogados, presentaron al Ministerio de Justicia un proyecto de ley sobre conducta ministerial de los abogados y procuradores y tribunales

competentes para conocer de sus infracciones, cuya redacción se le encargó al profesor Alejandro Guzmán Brito, proyecto que finalmente nunca prosperó¹⁴². En dicho proyecto se prohibía expresamente a los abogados prestar su asesoría profesional en la autoría o celebración de actos o contratos en fraude o perjuicio de terceros si son prohibidos por la ley, simulados o con interpósitas personas, o de actos o contratos en fraude a la ley. Asimismo, y al igual que lo señalado por el Código de Ética, el proyecto señalaba que cuando un cliente comunique a su abogado la intención de cometer un delito, esta noticia no quedará amparada por el secreto profesional y el abogado deberá hacer las revelaciones necesarias para prevenir tales actos y proteger a las personas en peligro¹⁴³.

Una reforma constitucional del año 2005, le devolvió la tuición ética a los colegios profesionales sobre sus miembros, cuya afiliación es voluntaria¹⁴⁴. En el caso de profesionales no afiliados, la Constitución dispone que éstos serán juzgados por tribunales especiales establecidos en la ley¹⁴⁵. Sin embargo, a la fecha no se ha dictado la ley que debe regular como se llevará a cabo la tuición ética de la conducta profesional.

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.

El Código Ética Profesional establece que el secreto profesional constituye un deber hacia los clientes y un derecho del abogado¹⁴⁶. Sin embargo, el artículo 12 dispone que cuando

¹⁴² El contenido de dicho ante proyecto de ley esta disponible en el sitio web del Colegio de Abogados de Chile: www.colegioabogados.cl

¹⁴³ De acuerdo a lo señalado en el dicho ante proyecto de ley, la inobservancia de los mandatos y prohibiciones a que están sujetos los abogados y procuradores constituye una infracción ministerial penada por la ley, las cuales pueden ser sancionadas con penas que van desde amonestación, la censura y la multa a suspensión del ejercicio de la profesión de abogado o de la habilitación como procurador y cancelación del título de abogado, lo mismo que la prohibición de procurar. Se indicaba que eran competentes para conocer de las infracciones ministeriales de abogados y procuradores los tribunales de las asociaciones gremiales de abogados o los tribunales de la abogacía, que dicho proyecto creaba.

¹⁴⁴ Reforma constitucional introducida por la Ley 20.050, publicada en el Diario Oficial el 26.08.2005.

¹⁴⁵ 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”.

¹⁴⁶ Artículo 10 del Código de Ética Profesional del Colegio de Abogados.

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.

En nuestro país, la violación del secreto profesional por parte de un abogado constituye un delito penado por la ley. El artículo 231 del Código Penal establece que el abogado o procurador que con abuso malicioso de su oficio, perjudicare a su cliente o descubriere sus secretos, será castigado según la gravedad del perjuicio que causare, con la pena de suspensión en su grado mínimo a inhabilitación especial perpetua para el cargo o profesión y multa de once a veinte unidades tributarias mensuales. La forma de causar perjuicio puede ser de cualquiera, siempre que ella signifique un abuso malicioso del oficio.

Por su parte, el artículo 247 inciso final del Código Penal sanciona la conducta desplegada por quienes ejerciendo alguna de las profesiones que requieren título, revelen los secretos que por razón de ella se les hubieren confiado. Como sujeto activo, se excluyen de esta figura los abogados, porque a su respecto la violación de secretos constituye prevaricación (art. 231). Sin embargo, como la figura del artículo 231 exige la producción de un perjuicio para el cliente, la revelación de secretos hecha por el abogado sin que resulte dicho perjuicio podría ser sancionada dentro del artículo 247, que es de peligro abstracto y formal: no requiere la producción del perjuicio ni el animo de perjudicar¹⁴⁷.

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 que se debe al cliente y la obligación de proteger el secreto profesional son las principales razones que se han esgrimido para excluir a los abogados como *gatekeepers* del mercado de valores. 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 que se les debe a sus clientes. Un ejemplo de estas

¹⁴⁷ ETCHEVERRY Alfredo. Derecho Penal, Parte Especial. Santiago. Editorial Jurídica de Chile. Tomo IV, pp. 228-229.

medidas son las adoptadas por la SOX respecto de los abogados y que ya revisamos en el capítulo anterior.

En cuanto a los conflictos de interés a que se pueden ver expuestos los abogados en su actividad profesional, el artículo 29° del Código de Ética Profesional dispone que “*tan pronto como un cliente solicite para cierto asunto los servicios de un abogado, si éste tuviere interés en él o algunas relaciones con las partes, o se encontrare sujeto a influencias adversas a los intereses de dicho cliente, lo deberá revelar a éste, para que, si insiste en su solicitud de servicios, lo haga con pleno conocimiento de esas circunstancias*”. De acuerdo a lo que se desprende de la norma citada, el abogado que se encuentra afectado por algún conflicto de interés con su cliente debería renunciar a su encargo. En todo caso, si el cliente insiste en la solicitud de sus servicios, el abogado tiene la obligación de comunicarle la existencia de estos conflictos. En el caso de los abogados corporativos las revelaciones de los conflictos de interés que lo afectan deberían hacerse a la alta jerarquía sociedad antes de asumir el encargo. Si los conflictos surgen con posterioridad, el abogado debería revelarlos inmediatamente a su cliente.

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 abogado de la sociedad¹⁴⁸.

¹⁴⁸ 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.

III. El Caso Inverlink: el Enron Chileno¹⁴⁹

A principios del año 2003 salió a la luz el escándalo financiero protagonizado por el grupo financiero (no bancario) Inverlink, el que, al igual que los escándalos ocurridos años antes en EEUU, generó un significativo quiebre en la confianza que los inversores habían depositado en el sistema financiero local, además de ocasionar una importante pérdida de recursos fiscales y de los ahorros de un centenar de personas e instituciones privadas.

1. El Holding Inverlink

Al igual que la empresa norteamericana Enron, el grupo Inverlink tuvo un rápido y fuerte crecimiento desde su constitución hasta que estalló la crisis en el año 2003.

Los orígenes de Inverlik se remontan al año 1991, cuando Eduardo Monasterio e Ignacio Wulf, los dos principales accionistas del grupo, crearon una agencia de valores de bolsa con un capital cercano a los US\$ 300 mil, dedicándose a operaciones de renta fija e ingresando luego al negocio del dólar. Este negocio les reportó importantes utilidades y, luego de algunos años de consolidación en el mercado de valores, en 1996 Inverlink compró la participación de Francisco Edwards en Edwards Hearn Corredores de Bolsa, lo cual permitió que este último se integrara como socio y accionista del holding, pasando a liderar el área financiera junto a Enzo Bertinelli.

Posteriormente, en 1998, Inverlink compró la AFP Magíster por unos US\$ 6,1 millones. Al año siguiente, adquirieron la AFP Qualitas e ingresaron al área de la salud privada comprando Crisol (isapre cerrada de Bata). Más tarde, el grupo pagó US\$ 4,5 millones por la Clínica Las Lilas y adquirió la isapre Vida Plena, la cual fusionó con Linksalud.

¹⁴⁹ Fuente: LARRAIN, Christian. Supervisión Financiera: Lecciones del Caso Inverlink. Trabajo elaborado para el Centro de Estudios Públicos. Estudios Públicos N°92, Primavera 2003; TRASLAVIÑA, Hugo. Inverlink, La Ruta de una Estafa. Santiago, Editorial Planeta, 2003; Diario Estrategia. El Misterioso Auge y Estruendoso derrumbe del Grupo Inverlink, artículo de prensa publicado el 10 de marzo de 2003; El Periodista. Caída Libre, el Caso Inverlink. Año 2, N°32, artículo publicado el 17 de marzo de 2003; BANCO CENTRAL DE CHILE. La Sustracción de Información Reservada y Normas y Procedimientos de Resguardo Aplicables en esta Materia. Informe elaborado por el Consejo del Banco Central para la Comisión de Hacienda del Senado, 2003; y demás artículos de prensa de la época.

En el año 2001 el holding siguió creciendo. Inverlink adquirió la AFP Aporta Fomenta, la que posteriormente fue fusionada con AFP Magíster. Ese año, en el área seguros, el grupo adquirió las compañías de vida y generales Le Mans.

Finalmente en el año 2002, el grupo Inverlink compró la isapre La Araucana, fusionándola con el nombre de Vida Plena y posteriormente adquirió la isapre Cigna Salud.

2. Cronología del Escándalo Financiero “Banco Central- Inverlink- CORFO”

El 30 de enero de 2003 se descubrió que Pamela Andrada, la ex secretaria del Presidente del Banco Central, Carlos Massad, extraía información reservada de dicha entidad desde el computador de este último, la cual era enviada al accionista del holding Inverlink y entonces gerente general de Inverlink Corredores de Bolsa S.A., Enzo Bertinelli.

Días después, el Instituto Emisor dio aviso de este hecho a la SVS y se querelló en contra de Enzo Bertinelli y Pamela Andrada por los delitos de uso y divulgación de información reservada y por los delitos de cohecho y soborno, respectivamente.

En el mes de febrero, el Consejo de Defensa del Estado se hace parte como querellante en el caso. La SVS inicia una investigación y también presenta querellas contra los principales inculpados. A mediados de mes, la Corte Suprema designa a un Ministro en Visita para investigar el caso.

La noticia de la participación de miembros del grupo Inverlink en la sustracción de información reservada desde el Banco Central hizo que la imagen del holding se desplomara y generó una rápida huida de sus clientes, un retiro masivo de capitales y una gran iliquidez al grupo. Sin embargo, muchos inversionistas y ahorrantes fueron convencidos por miembros del holding de no retirar sus inversiones en las empresas del grupo, asegurándoles que el episodio del robo de información desde el Banco Central era un hecho aislado y que se limitaba exclusivamente al ámbito privado de sus autores, esto es, de Andrada y Bertinelli.

El 28 de febrero, la SVS suspende las operaciones de Inverlink Corredores de Bolsa S.A., ya que ha raíz de la fuga de capitales del grupo dicha sociedad no cumplía con el patrimonio mínimo exigido en la ley para operar.

El 7 de marzo, la SVS decretó medidas en contra de algunas empresas del holding, entre ellas, la intervención por seis meses de Le Mans Desarrollo Compañía de Seguros de Vida, la suspensión por igual período de la inscripción de Inverlink Corredores de Bolsa S.A., la liquidación de los tres fondos mutuos que administraba Inverlink Administradora General de Fondos y la aplicación de multas a varios ejecutivos del holding.

Ese mismo día 7 de marzo de 2003, la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) reconoció públicamente el robo de certificados de depósitos y otros instrumentos de inversión por un monto, que días después se sabría, era cercano a los 100 millones de dólares. El ex Jefe de Tesorería de CORFO, Javier Moya, había sustraído y endosado ilícitamente instrumentos financieros - depósitos a plazo fijo y pactos con bancos de la plaza - de propiedad de la entidad estatal, los cuales entregó a Inverlink.

Las instituciones donde Moya tomó personalmente los depósitos a plazo fueron los bancos Conosur, Banco de Créditos e Inversiones, Boston y Dresdner Bank, en operaciones realizadas entre el 11 de febrero y el 5 de marzo. Luego, Inverlink tranzó estos instrumentos en el mercado secundario- a través de las corredoras CB y Sergio Contreras- con el fin de procurarse recursos líquidos para solventar el déficit de caja producida por la huida de clientes desde las empresas del holding y las medidas adoptadas en su contra por la SVS.

Días más tardes, Javier Moya confesó que desde el año 1999 recibió al menos 150 millones de pesos de parte de Inverlink por su "colaboración" en este tipo de operaciones fraudulentas.

Cabe consignar, que en cuestión de días los certificados de depósito de propiedad de CORFO habían pasado de mano en mano mediante un simple endoso. Esta última era una

práctica ya habitual en el mercado chileno, caracterizado por ser un mercado pequeño, en donde la mayoría de los actores se conocen y actúan en base a la confianza.

El 8 de marzo, la CORFO se querrela por la sustracción de sus papeles en contra de Inverlink y solicita al juez del Segundo Juzgado del Crimen de Santiago que dicte una medida precautoria y orden de no pago de los certificados de depósitos entregados por Javier Moya a Eduardo Monasterio. El tribunal accedió a este requerimiento el 10 de marzo, lo que significó una inmediata paralización en las transacciones de papeles en el mercado local.

Ese mismo día, la Corte de Apelaciones de Santiago designó al ministro en visita, Patricio Villarroel, quien investigaba en forma exclusiva la filtración de información reservada desde el Banco Central, para que también se hiciera cargo de la investigación del robo de los certificados de depósitos de CORFO.

Luego de una intensa negociación entre el Gobierno y los representantes de las AFPs, la banca y grandes inversionistas, el miércoles 12 de marzo de 2003, se llega al acuerdo de levantar la medida precautoria y la orden de no pago que pesaba sobre los documentos de CORFO y así impedir un eventual derrumbe del mercado local.

El escándalo recrudeció cuando la SVS descubrió que el holding tenía una corredora informal que operaba con títulos falsos. El hallazgo de la corredora paralela de Inverlink, parte cuando la SVS recibió la denuncia de inversionistas que no pudieron cobrar sus títulos que habían comprado a través de esta agencia informal, sin saber que era ilícita.

A raíz de este caso, la Cámara de Diputados constituyó una comisión investigadora con el objetivo de determinar las responsabilidades de la SVS y la CORFO en el escándalo. Asimismo, el escándalo gatilló las renuncias del entonces Presidente del Banco Central, del Superintendente de Valores y Seguros y del Vice Presidente Ejecutivo de CORFO.

Pese a las magnitudes del fraude protagonizado por el grupo Inverlink, el número de clientes e inversionistas del holding que resultaron afectados por el mismo no fue de la envergadura que se habría podido esperar. Tal como está consignado en el informe de la Cámara

de Diputados sobre este fraude, después de producida la corrida del mercado, Inverlink se ve en la necesidad de disponer de recursos frescos para: a) hacer frente a los rescates de fondos mutuos; b) a los pagos de los vencimientos de la financiera informal; c) a los documentos previamente sustraídos a la CORFO. Entonces, una vez vendidos los depósitos de CORFO, utiliza parcialmente los mismos para que el fondo mutuo de Inverlink pague los rescates y desvíe los dineros para pagar parte de los vencimientos de la financiera informal¹⁵⁰. En consecuencia, sin perjuicio a lo que determinen los tribunales de justicia, ha sido la CORFO la principal afectada con este fraude.

Actualmente las diversas querellas y juicios que se interpusieron a raíz de este escándalo financiero siguen en curso. A principios de este año, el ministro en vista Patricio Villarroel cerró el sumario sólo de una de las aristas del caso, la filtración de información privilegiada desde el Banco Central.

3. Los Gatekeepers del Caso Inverlink

El caso Banco Central- Inverlink - CORFO dejó al descubierto graves problemas en la fiscalización y control que ejercen los organismos fiscalizadores del mercado de valores, en especial de la SVS. Las escasas auditorías e inspecciones efectuadas por este organismo no fueron suficientes para detectar las prácticas ilegales que Inverlink venía efectuando hacia ya varios años. Asimismo, su reacción una vez dado a conocer la filtración de información reservada desde el Banco Central a un alto ejecutivo del holding fue lenta y tardía, lo que permitió que el grupo siguiera operando y finalmente se produjese el robo de papeles de CORFO.

El escándalo de Inverlink también dejó al descubierto debilidades en el sistema de pago. Los depósitos de CORFO fueron rápidamente transados en el mercado secundario mediante un simple endoso, sin ningún mecanismo de verificación.

¹⁵⁰ LARRAIN, Christian. Supervisión Financiera: Lecciones del Caso Inverlink. Trabajo elaborado para el Centros de Estudios Públicos. Estudios Públicos N°92, Primavera 2003, pág. 17. Documento disponible en www.cepchile.cl

En un mercado como el chileno – pequeño, concentrado y poco líquido – sus participantes se conocen bastante bien y realizan muchas de sus operaciones en base a la confianza que han ido forjando a lo largo de los años. Pese a lo anterior, el mercado local – incluyendo a los *gatekeepers* - ignoró la mala reputación que ya pesaba sobre Eduardo Monetario, cabeza del holding Inverlink.

Durante los años 80, cuando Monasterio estaba a cargo de la mesa de dinero del Chase Manhattan Bank, dicha institución realizó operaciones cambiarias que infringían las restricciones impuestas por el Banco Central, por lo que el instituto emisor, en julio de 1989, le impuso a dicha institución bancaria una multa de más de un millón de dólares por operaciones de arbitraje de divisas. Meses después, la SBIF impuso al Chase Manhattan Bank la multa más cara, hasta entonces, en la historia económica del país por transgredir la Ley General de Bancos. A raíz de estos episodios, Monasterio fue transferido a la sucursal de dicho banco en Argentina.

Estos antecedentes, que fueron conocidos y difundidos en el mercado, resultaron determinantes para que en 1999, cuando el grupo encabezado por Monasterio solicitó una licencia bancaria, ésta fuese rechazada por la SBIF. Esta negativa por parte de la SBIF fue aislada ya que durante los años siguientes dicho organismo concedió diversas licencias bancarias, como por ejemplo, al banco Ripley, banco HSBC, Monex, HNS, Almacenes Paris, entre otros.

Por otro lado, tanto la corredora como el grupo mostraron crecimientos muy elevados y sistemáticos por varios años, a pesar del escenario macroeconómico de bajo crecimiento y alto desempleo que se produce a partir de 1998¹⁵¹. Pese a todos estos antecedentes, el mercado siguió operando normalmente con el grupo Inverlink.

Respecto a la actuación de los auditores externos de las empresas del grupo, se puede concluir que estos agentes no llevaron a cabo debidamente su labor de *gatekeepers*. En primer lugar, no fueron capaces de detectar en sus auditorías indicios de las operaciones fraudulentas que se efectuaban al interior de las empresas del holding. Una práctica habitual del grupo era la

¹⁵¹ LARRAIN, Ob. Cit. N° 150, pág. 14.

de materializar sus fraudes a través de la realización de diversas clases de operaciones entre las empresas del holding, especialmente desde Inverlink Corredores de Bolsa S.A., la empresa donde funcionaba la corredora informal, hacia Inverlink Consultores, una sociedad anónima cerrada.

Una vez descubierto el fraude de Inverlink, la SVS inició una investigación sobre el trabajo realizado por la principal empresa auditora del holding, Consaudit Internacional Consultores Auditores Ltda, la cual concluyó con la aplicación de sanciones de carácter administrativo por parte del ente fiscalizador. Por Resolución Exenta N° 441, de 29 de Septiembre de 2004, la SVS sancionó con una multa de 1.500 unidades de fomento a Consaudit Internacional Consultores Auditores Ltda., por las infracciones cometidas en la auditoría efectuada a los estados financieros de AFP Magíster S.A., de los fondos mutuos Inverlink Millenium, Inverlink Quilitas e Inverlink Profit, y de los estados financieros de Inverlink Corredores de Bolsa S.A. El organismo fiscalizador estableció que “se desprende que el examen de auditoría realizado por la firma auditora antes individualizada, no le efectuó con el máximo de diligencia que impone el Reglamento de Sociedades Anónimas, y además en el punto I (estados financieros de AFP Magíster), tampoco veló por la aplicación de los PCGA, lo cual vulnera lo dispuesto en los N°s 1) y 3) del artículo 55 del Reglamento de Sociedades Anónimas”¹⁵². Asimismo, la SVS concluyó que los informes de auditoría efectuados a las entidades antes señaladas no tuvieron como sustento una revisión realizada en conformidad a las NAGAs¹⁵³.

El ministro en visita del caso sometió a proceso a los dos contadores del Inverlink Corredores de Bolsa S.A. por el delito de estafas reiteradas, al determinar que los ejecutivos del grupo, en colaboración con sus contadores, alteraron los estados contables y financieros de las principales empresas del holding. Ninguna de estas prácticas fraudulentas fue detectada ni representada por los auditores externos, quienes mediante sus informes y certificación

¹⁵² SVS, Resolución Exenta N° 441 de 29 de Septiembre de 2004, considerado 3, punto IV, N°1.

¹⁵³ Con igual fecha, por Resolución Exenta N° 442, la SVS procedió a cancelar del registro de Auditores Externos al socio principal y responsable de las auditorías de las empresas de Inverlink antes mencionadas a don Jorge López Donaire de Consaudit Internacional Consultores Auditores Ltda.

contribuyeron a dotar de un aparente estado de legalidad y normalidad a las operaciones y situación financiera del grupo.

En cuanto a la actuación de los agentes y corredoras de bolsa que compraron los papeles que eran de propiedad de la CORFO en la segunda quincena de febrero, serán los tribunales de justicia los que tendrán que determinar el grado de participación de éstos en dichas transacciones y en general en las operaciones fraudulentas que Inverlink venía realizando hace tiempo en el mercado¹⁵⁴. Hay que tener presente que los documentos de la CORFO empezaron a circular con un primer endoso registrado en el mismo papel por Javier Moya para Inverlink. ¿No sabían los intermediarios de valores que la CORFO no operaba con Inverlink hacía años? En efecto, el 16 de mayo de 1994, la gerencia de Finanzas de la CORFO emitió un memorando en que prohibió las operaciones con Inverlink, desde entonces la entidad estatal sólo podía operar con bancos o filiales de banco clasificados en “A”¹⁵⁵.

No sólo estos antecedentes eran conocidos por los especialistas y operadores del mercado, sino también otros episodios que daban cuenta de las prácticas irregulares que eran ejecutadas por el grupo, como la participación de uno de los operadores de Inverlink Corredores de Bolsa S.A. en la adulteración de un hecho esencial en el proceso de solicitud de OPA efectuada por el grupo Luksic en el año 2001, con el fin de adquirir el 5% del Banco de Chile. Asimismo, también era sabido que Inverlink ofrecía tasas de interés por sobre el promedio del mercado. Pese a todos estos antecedentes y a las dudas que existían sobre el actuar y el rápido crecimiento del grupo, analistas financieros, agencias clasificadoras de riesgo y los demás operadores del mercado no alertaron oportunamente a los inversionistas del mercado y en especial a los pequeños inversores sobre las sospechas existentes en torno al actuar de Inverlink.

Finalmente, también surge la interrogante respecto al rol que jugaron los asesores legales del grupo. Inverlink era asesorado por uno de los más prestigioso estudios jurídicos del

¹⁵⁴ Además de las sanciones impuestas por la SVS a diversas correderas de bolsa por su participación en operaciones con Inverlink, una vez descubierto el robo de los papeles de CORFO y la participación de dos corredoras en la venta de estos papeles, el mercado reaccionó de manera categórica en contra de las mismas, dejando de operar inmediatamente con dichas instituciones debido a la pérdida de confianza en las mismas.

¹⁵⁵ TRASLAVIÑA, Hugo. Inverlink, La Ruta de una Estafa. Santiago, Editorial Planeta, 2003. pág. 34.

país y en materias corporativas también por un conocido abogado de plaza¹⁵⁶. Estos profesionales, sin duda, actuaban como intermediarios reputacionales entre el holding y el mercado.

La complejidad de las operaciones financieras y contables realizadas por Inverlink para llevar a cabo sus transacciones fraudulentas fueron posibles de ejecutar debido al aparente estado de legalidad que estas revestían. Por tanto, cabe preguntarse el nivel de conocimiento por parte de los abogados del grupo de las operaciones que Inverlink estaba efectuando y los consejos legales que les fueron entregados a los altos ejecutivos del holding.

Al igual que lo sucedido con Enron, podemos concluir que en el fraude protagonizado por el holding Inverlink, los *gatekeepers* también fallaron. Sin embargo, y a diferencia de lo sucedido en EEUU, y a más de tres años de descubierto el fraude, la deficiente actuación de estos profesionales no culminó con una revisión a fondo y adecuación de la normativa vigente para mejorar el desempeño de estos agentes y hacer efectiva su responsabilidad en caso de incumplimiento de sus deberes de *gatekeeper*. Como se verá más adelante, inicialmente la segunda reforma al mercado de capitales (MK2) comprendía reformas a la actividad de auditoría, sin embargo estas no prosperaron y sólo en el mes de septiembre de este año el Ejecutivo volvió a presentar al Congreso Nacional un nuevo proyecto de ley sobre gobiernos corporativos que, entre otras materias, busca mejorar y adecuar las actuales normas que rigen la auditoría externa en el país a los estándares internacionales.

¹⁵⁶Por el Estudio Jurídico Guerrero, Olivos, Novoa y Errázuriz y por el abogado Miguel Álex Schweitzer (fuente: TRANSLAVIÑA, Ob. Cit. N°155, pág. 89).

CAPÍTULO IV: ALGUNAS CONSIDERACIONES ENTORNO A LA RESPONSABILIDAD CIVIL EXTRA CONTRACTUAL DE LOS GATEKEEPERS

I. Estatutos de Responsabilidad a que están sujetos los *Gatekeepers*

Como vimos en el capítulo anterior, y en conformidad a lo establecido en la LMV y la LSA, los *gatekeepers*, en su ejercicio profesional, se pueden ver expuestos a responsabilidad civil, penal y administrativa.

El artículo 55 de la LMV y 133 de la LSA establecen que la persona que infrinja las disposiciones contenidas en dichos cuerpos legales, sus normas complementarias, los estatutos sociales o las normas que imparta la SVS ocasionando daño a otro, está obligada a la indemnización de los perjuicios. Lo anterior es sin perjuicio de las demás sanciones civiles, penales y administrativas que correspondan¹⁵⁷¹⁵⁸.

Las normas citadas, asimismo, disponen que por las personas jurídicas responderán además, civil, administrativa y penalmente sus administradores o representantes legales a menos que constare su falta de participación o su oposición al hecho constitutivo de infracción.

La responsabilidad penal podrá tener lugar por infracción a las normas del artículo 59 y 60 de la LMV. Dichos artículos tipifican conductas relacionadas con la veracidad de la información que se da a conocer en un mercado y el uso de información privilegiada. Asimismo, incurrirán en responsabilidad penal, de acuerdo a los principios generales, los *gatekeepers* que cometan cualquier otra clase de delitos sancionados por la normativa de valores y la ley penal.

¹⁵⁷ Para ser precisos, el artículo 55 de la LMV, a diferencia de la LSA, establece que la obligación de reparar los perjuicios causados con ocasión de una infracción a la normativa de valores “no obsta de las sanciones administrativas “o” (el destacado es nuestro) penales que asimismo pudiere corresponderle”.

¹⁵⁸ Sobre esta materia, no ahondaremos en la discusión doctrinaria relativa a la vulneración del principio *non bis in idem* que puede tener lugar cuando se aplican sanciones administrativas y penales sobre una misma conducta desplegada.

En cuanto a la responsabilidad administrativa, ésta la hace efectiva la SVS. El artículo 58 inciso 1 de la LMV, dispone que la SVS aplicará a los infractores de dicha ley, de sus normas complementarias, de los estatutos y reglamentos internos que los rigen y de las resoluciones que dicte conforme a sus facultades, las sanciones y apremios establecidos en su ley orgánica y las administrativas que se establecen en la LMV. Estas sanciones se pueden traducir en multas, amonestaciones, censura, suspensión y cancelación del registro.

Finalmente, los *gatekeepers* pueden quedar sujetos a responsabilidad civil contractual y extracontractual. La primera puede surgir cuando los *gatekeepers* incumplan una o más de las obligaciones pactadas contractualmente con sus clientes. Estas obligaciones profesionales serán generalmente de medios o de simple actividad, lo que significa que el deudor se obliga a actuar diligentemente con miras a obtener el resultado esperado por el acreedor, sin que la obtención de dicho resultado forme parte de la prestación debida¹⁵⁹¹⁶⁰.

La responsabilidad extracontractual, por su parte, tendrá lugar cuando terceros que no se encuentran contractualmente relacionados con los *gatekeepers*, sufran algún daño atribuible a su actividad profesional.

En este capítulo revisaremos sucintamente distintos aspectos entorno sólo a una clase de responsabilidad a que pueden verse expuestos los *gatekeepers*: la responsabilidad civil extracontractual.

¹⁵⁹ Por el contrario, son obligaciones de resultado aquellas en que el deudor se obliga a la obtención del resultado esperado por el acreedor, siendo irrelevante si el deudor actuó o no diligentemente.

¹⁶⁰ Sobre la distinción entre obligaciones de medios y de resultado, véase, entre otros, los trabajos de: JORDANO FRAGA, Francisco. “Obligaciones de medio y de resultado (a propósito de alguna jurisprudencia reciente)”, Anuario de Derecho Civil, Vol. 44, N°1, 1991, pp. 5-96.; y LOBATO GOMEZ, J. Miguel. “Contribución al estudio de la distinción entre las obligaciones de medios y las obligaciones de resultado”. Anuario de Derecho Civil, Vol. 45, N°2, 1992, pp. 651-734; y GARCIA GONZALEZ, Alejandro. “Responsabilidad Contractual. Obligaciones de Medios y de Resultado”. Santiago. Editorial Lexis Nexis, Enero 2002.

II. Responsabilidad Civil Extracontractual o por Culpa de los *Gatekeepers*

1. Aspectos Generales

La culpa es el régimen común y supletorio de responsabilidad civil en la mayoría de los ordenamientos jurídicos. Esto significa que, sin perjuicio del establecimiento de estatutos especiales de responsabilidad estricta en actividades específicas, el régimen de responsabilidad por culpa sigue siendo el régimen general de responsabilidad. Lo anterior resulta del todo lógico ya que un sistema general de responsabilidad estricta no es sustentable en una sociedad como la actual, en donde el sistema de vida moderno conlleva una serie de riesgos y obliga a tolerarlos.

Para que tenga lugar la responsabilidad por culpa se deben reunir todos los presupuestos de esta clase de responsabilidad civil, los que a continuación revisaremos¹⁶¹:

(1). Daño causado:

La existencia de un daño efectivamente causado. El daño debe haberse producido en el patrimonio de los accionistas o demás terceros determinados.

(2). Culpa (o dolo). Infracción de un Deber de Cuidado:

Para configurar la responsabilidad civil de los *gatekeepers* debe concurrir un factor de imputabilidad del daño causado: culpa o dolo (culpa intencional) del autor del daño. La culpa significa la ausencia de diligencia o del debido cuidado en la conducta de un agente susceptible de causar daño.

¹⁶¹ Además de los elementos de la responsabilidad por culpa que se enuncian a continuación hay que considerar la capacidad del autor del daño, requisito que en el caso de los *gatekeepers* y para efectos de esta exposición damos por cumplido.

En principio, el deber de cuidado a que deben sujetarse los *gatekeepers* en el ejercicio de su actividad profesional no se determina conforme a la actuación propia de un “buen padre de familia”, sino a la diligencia específica correspondiente al arte o profesión que éstos desempeñan. Por ejemplo, será la *lex artis* o la buena práctica profesional de los auditores la que servirá de guía para determinar el estándar de conducta debido de estos agentes.

La culpa de los *gatekeepers* tendrá lugar cuando éstos hayan actuado negligentemente o hubieren incumplido un deber general de cuidado. En consecuencia, habrá que determinar cual es el contenido del deber general de cuidado a que están sujetos estos profesionales del mercado de valores. Esta materia - para efectos de seguir con la enumeración de los presupuestos de la responsabilidad civil extracontractual - la abordaremos por separado en la sección siguiente.

Sin perjuicio de lo anterior, hay que recordar que en nuestro ordenamiento jurídico la culpa en materia extracontractual no se presume. Será el demandante a quien le corresponderá probar la culpa o negligencia del *gatekeeper*. Esta tarea es, en general, compleja y pone a la víctima en una situación de desventaja frente al autor del daño, ya que al demandante le resultará más difícil acceder a los elementos probatorios necesarios para demostrar que el demandado actuó negligentemente.

(3). Antijuricidad:

La actuación antijurídica podrá configurarse por acción, omisión o comisión por omisión de un deber de cuidado establecido en la ley o determinado por el juez.

En el derecho chileno, como en la generalidad de los sistemas jurídicos, al ser concebida como ilicitud de la conducta, la culpa civil no se distingue de la antijuricidad¹⁶². La culpa, entendida como infracción al deber de conducta, es sinónima de ilicitud¹⁶³.

¹⁶² BARROS, Enrique. Tratado de Responsabilidad Extracontractual. Santiago. Editorial Jurídica de Chile. 2007, pág. 96.

¹⁶³ BARROS, Ob. Cit. N° 162, pág. 97.

(4). Existencia de una relación de causalidad entre la actuación del *gatekeeper* y el daño causado:

Debe existir una relación de causalidad entre el hecho por el cual se responde y el daño sufrido.

La doctrina y la jurisprudencia están de acuerdo en que para dar por acreditada la causalidad debe mostrarse que el hecho por el cual se responde es una *condición necesaria* del daño. Y un hecho es una condición necesaria de un cierto resultado cuando de no haber existido la condición, el resultado tampoco se habría producido¹⁶⁴.

Uno de los principales problemas que plantea la responsabilidad de los *gatekeepers* se refiere al requisito de la causalidad. Por ejemplo, en el caso de los auditores externos, la decisión de invertir o de adoptar una determinada decisión de negocios por parte de accionistas y/o terceros determinados, no se basarían exclusivamente en los informes de auditoría, si no que una serie de otras consideraciones, dentro de las cuales el informe de auditoría no jugaría un rol decisivo¹⁶⁵.

Consideramos que la pluralidad de causas no debe ser un obstáculo para establecer la responsabilidad de los *gatekeepers* y en especial de los auditores externos por el daño causado a terceros por su negligencia profesional. Será una cuestión de hecho determinar el grado de

¹⁶⁴ BARROS, Ob. Cit. N° 162, pág. 376.

¹⁶⁵ Véase BAHAMÓNDEZ P., Felipe. Pricewaterhouse: Responsabilidad de las Empresas Auditoras Externas por sus Labores Profesionales. Sentencias Destacadas 2006. Libertad y Desarrollo, pp. 15 -31. 2007.

En este artículo, el autor analiza una sentencia de la Corte Suprema de fecha 20 de julio de 2006, con la cual se puso término a un largo juicio en contra de la empresa auditora Price Waterhouse Consultores y Auditores y Cía. Ltda. El demandante de esta causa, Fondo de Inversión de Desarrollo de Empresas Midway S.A., demandó de indemnización de perjuicio por la responsabilidad extracontractual a la empresa auditora por los daños causados a raíz de su negligente desempeño profesional. El demandante alegó que debido a los errores en los informes de los auditores se hizo un equivocado juicio de las inversiones que estaba haciendo, informes que habrían sido determinantes en su decisión de invertir en intangibles Santa Cruz S.A. Por su parte, la empresa auditora argumentó que, si bien hubo errores en sus informes, la decisión de invertir se tomó en base a una serie de antecedentes, dentro de los cuales los informes de auditoría no jugaron un rol decisivo. La Corte Suprema, en lo pertinente, consideró que no es aceptable pretender que la decisión de invertir por parte del demandante se haya tomado exclusivamente en base a los estados financieros auditados por el demandado.

influencia que tuvo en la decisión de inversión del agente económico la falta de cuidado del *gatekeeper*.

2. El Deber General de Cuidado en los distintos *Gatekeepers* .

Los *gatekeepers* están sujetos a un deber general de cuidado en el desempeño de sus labores profesionales. Este deber de cuidado, cuando es infringido y a consecuencia de esta infracción causa daños a terceros, impone al autor del daño la obligación de repararlo.

a) Estándar de Cuidado Debido establecido por el Juez.

Los *gatekeepers* deben emplear un estándar de cuidado debido en el ejercicio de su actividad profesional. La dificultad está en determinar en qué se traduce esa diligencia debida y probar su incumplimiento, especialmente cuando la legislación no contiene una descripción de las conductas que integran dicho deber de cuidado. En estos casos, será el juez quien deberá determinar caso a caso el estándar de conducta debido por los *gatekeepers*.

En nuestro sistema legal la culpa o falta de diligencia se aprecia en abstracto según el modelo de un hombre razonable (“buen padre de familia”) y para cada caso en concreto teniendo en consideración las circunstancias objetivas que rodean la conducta del autor del daño. En materia extracontractual también es relevante para fijar el nivel de cuidado que le es exigible al autor del daño, determinar si éste actuó o no como experto. Si alguien desarrolla una actividad que plantea requerimientos profesionales particularmente exigentes o un cierto conocimiento o experiencia práctica calificados, la confianza comprometida respecto de su conducta es correlativamente mayor¹⁶⁶. El estándar de cuidado exigible a quienes emprenden tareas delicadas resulta ser comparativamente superior al aplicable respecto de quienes carecen de estas calificaciones¹⁶⁷.

¹⁶⁶ BARROS, Ob. Cit N° 162, pág. 89.

¹⁶⁷ BARROS, Ob. Cit. N° 162, pág. 89

Estas consideraciones resultan de suma importancia en el caso de los *gatekeepers*. Los accionistas de una sociedad anónima y demás terceros determinados, depositan su confianza en los conocimientos especializados de cada *gatekeeper* y en su independencia profesional respecto del emisor, cuya información generalmente deben analizar, revisar, certificar, evaluar, etc. Esta labor de certificación y verificación, los *gatekeepers* la deben realizar diligentemente, como asimismo deberían responder civilmente frente a terceros que no han contratado sus servicios profesionales, pero que han tomado o dejado de tomar decisiones de inversión en base a informes y opiniones especializadas de estos agentes manifiestamente erróneos o deficientes.

b) Estándar de Cuidado Debido establecido en la Ley

El deber de cuidado puede estar establecido en la ley. En esta caso estamos frente a lo que se denomina culpa infraccional, la cual tiene lugar cuando un sujeto contraviene los deberes de cuidado establecidos por el legislador u otra autoridad con potestad normativa.

Como ya vimos, los artículos 55 de la LMV y 133 de la LSA consagran el principio general de que toda persona que a raíz de una infracción a la normativa de valores cause daño a otro, estará obligada a indemnizar los perjuicios ocasionados con dicha infracción.

En estos casos, junto con acreditar la concurrencia de los demás elementos de la responsabilidad civil por culpa, a las víctimas del daño les bastará con probar que los *gatekeepers* infringieron un deber de conducta definido en la normativa de valores.

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 la distinción entre obligaciones de medio y resultado 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 ley¹⁶⁸. En las obligaciones de

¹⁶⁸ Véase GARCIA GONZALEZ, Alejandro. “Responsabilidad Contractual. Obligaciones de Medios y de Resultado”. Santiago. Editorial Lexis Nexis, Enero 2002, pp 38 a 48.

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, la víctima del daño deberá probar que el *gatekeeper* no desplegó la diligencia debida en la conducta descrita en la ley, lo que resultará mucho más oneroso y difícil.

A continuación revisaremos las principales normas que describen y determinan el contenido del deber general de cuidado en el ejercicio profesional de los distintos *gatekeepers* y cuya infracción permitiría hacer efectiva la responsabilidad de estos profesionales. Asimismo, en el caso de los auditores externos, haremos breve referencia a las normas internacionales relativas a esta materia.

i) El Deber General de Cuidado en los Auditores Externos

La LSA, en su artículo 53 inciso 2º establece que *los auditores externos responderán hasta de la culpa leve por los perjuicios que causaren a los accionistas con ocasión de sus actuaciones, informes u omisiones*. De acuerdo a lo señalado en el artículo 44 del Código Civil, la culpa leve, descuido leve, descuido ligero, es la falta de aquella diligencia y cuidado que los hombres emplean ordinariamente en sus negocios propios. Esta especie de culpa se opone a la diligencia o cuidado ordinario o mediano¹⁶⁹.

Esta norma establece el principio general en materia de responsabilidad civil de los auditores externos. Sin embargo, por la generalidad de la norma habrá que revisar qué clase de actuaciones, omisiones y conductas reflejadas en sus informes de auditoría generan responsabilidad.

¹⁶⁹ En materia contractual, el código chileno, siguiendo la tradición romana y apartándose del francés, establece la triple *graduación* de la culpa (artículo 44 Código Civil), de modo que se responde de culpa leve en los contratos onerosos y de culpa grave o levísima en los gratuitos, según favorezcan al acreedor o al deudor, respectivamente (artículo 1547 inciso 1º Código Civil). Sin embargo, la graduación de la culpa también tienen aplicación en materia extracontractual, siendo la culpa leve el estándar de conducta de aplicación general en esta clase de responsabilidad civil.

La LSA y la LMV no contienen normas que nos ilustren en esta materia. Por su parte las NAGA, pese a contener una sección específica relativa al debido cuidado que los auditores externos deben seguir en su actividad profesional, es en extremo general y programática.

En efecto, la sección 230 de las NAGA, sobre el “Debido Cuidado en la Ejecución del Trabajo”, establece que en la ejecución del examen y en la preparación del informe, el o los auditores mantendrán el debido cuidado profesional. Señala que dicho cuidado impone una responsabilidad sobre cada persona dentro de una organización de auditoría independiente, respecto a la observancia de las normas del trabajo en terreno y de emisión de informes. Asimismo, la norma dispone que ejercer un debido cuidado implica una revisión crítica a cada nivel de supervisión, del trabajo realizado y del juicio ejercido por los integrantes del equipo de auditoría. Finalmente, indica que el debido cuidado concierne a lo que el auditor independiente haga y a cuan bien lo haga.

Es el RSA el cuerpo normativo que detalla con mayor precisión las conductas que le son exigibles a los auditores externos. El artículo 55 del RSA señala que en el cumplimiento de sus funciones el auditor externo debe examinar la contabilidad, inventario, balance y otros estados financieros y expresar su opinión profesional e independiente sobre dichos documentos. Esta función implica entre otras:

1.- Examinar con el máximo de diligencia si los diversos tipos de operaciones realizados por la sociedad están reflejadas razonablemente en la contabilidad y estados financieros de ésta.

2.- Señalar a la dirección de la sociedad las deficiencias que se detecten respecto a la adopción de prácticas contables, al mantenimiento de un sistema administrativo contable efectivo y a la creación y mantenimiento de un sistema de control interno adecuado.

3.- Velar para que los estados financieros se preparen de acuerdo a los principios y normas contables generalmente aceptados y a las instrucciones dictadas por la Superintendencia en su caso.

4.- Cuidar por revelar la posible existencia de fraudes y otras irregularidades que puedan afectar a la presentación justa de la posición financiera o de los resultados de las operaciones.

A su vez, el artículo 56 del RSA, dispone que a los auditores externos les corresponde especialmente:

1.- Emitir sus informes cumpliendo con las normas de auditoría de aceptación general y en el caso de las sociedades anónimas abiertas con las instrucciones o normas que les imparta la Superintendencia.

2.- Utilizar técnicas y procedimientos de auditoría que garanticen que el examen que se realice de la contabilidad y estados financieros sea confiable y adecuado y proporcione elementos de juicio válidos y suficientes que sustenten el contenido del dictamen.

3.- Mantener durante un período no inferior a 5 años, contado desde la fecha del respectivo dictamen, todos los antecedentes que les sirvieron de base para emitir su opinión. En las sociedades anónimas abiertas estos antecedentes deberán ser proporcionados a la Superintendencia, cuando ésta así lo requiera.

4.- Toda opinión, certificación o dictamen, escrito o verbal, debe ser veraz y expresado en forma clara, precisa, objetiva y completa.

Estas dos últimas disposiciones citadas precedentemente describen determinados cuidados, conductas y medidas que los auditores externos deben adoptar en la ejecución de la auditoría y que forman parte del estándar de cuidado que les es exigible en su actividad profesional.

Volviendo a la norma del artículo 53 inciso 2º de la LSA, que consagra la responsabilidad de los auditores por los perjuicios que con ocasión de su actividad profesional causaren a los accionistas de la sociedad auditada, consideramos que la norma restringe injustificadamente los posibles titulares de la acción de responsabilidad sólo a los accionistas. Lo anterior, debido a que pueden existir otros terceros, además de los accionistas de la sociedad auditada, que pueden sufrir perjuicios con ocasión de actuaciones, informes u omisiones de estos agentes y, que por consiguiente, tienen derecho a exigir la reparación del daño causado. En efecto, pueden haber otros terceros, que basados en informes de auditoría inexactos, incompletos o erróneos, que no reflejan la verdadera situación de la empresa auditada, tomaron decisiones de

inversión o de negocios que en otras circunstancias no habrían adoptado, y que en esa medida también son destinatarios de los informe de los auditores externos¹⁷⁰.

Sobre esta materia, el 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 empresas¹⁷¹, propone derogar el artículo 53 de la LSA y en su reemplazo dispone que los auditores externos e inspectores de cuenta responderán hasta de la culpa leve por los perjuicios que causaren, sin distinguir a quien se le produce el daño. Consideramos que este cambio propuesto por el proyecto de ley es adecuado pero que debe interpretarse en el sentido que la responsabilidad de los auditores se hace extensiva únicamente a terceros determinados en los términos señalados en el párrafo anterior, ya que en caso contrario, el ámbito de responsabilidad de estos profesionales podría llegar a niveles demasiado grandes y a riesgos incuantificables, lo que podría no sólo encarecer en demasía la actividad de auditoría externa sino que incluso terminar por desincentivar su ejercicio.

ii) El Deber General de Cuidado en los demás *Gatekeepers*

En cuanto a la situación de los demás *gatekeepers*, como ya hemos señalado, nuestra legislación no reconoce expresamente su rol de guardianes del mercado de valores y en ese sentido casi no contempla normas de conducta que les obliguen a ejercer dicho rol ni tampoco normas que describan cual es el estándar general de cuidado que deben seguir estos agentes en su ejercicio profesional.

Respecto a la responsabilidad de los agentes colocadores de emisiones de valores, la LMV no contempla una norma como la contenida en el artículo 53 inciso 2º de la LSA respecto de la responsabilidad de los auditores externos. Sin embargo, los agentes colocadores, en aplicación de los principios generales de la responsabilidad extracontractual, podrán resultar civilmente responsables de reparar los perjuicios causados por errores, omisiones, falsedad o

¹⁷⁰ Sobre la delimitación de los legitimados activos véase BARROS, Enrique, Ob. Cit. N° 162, pág. 1030 y sgtes.

¹⁷¹ Boletín N°5301-05. Disponible en el sitio web de la Biblioteca del Congreso Nacional, www.bcn.cl

inexactitud en el prospecto o cualquier otro documento relativo a la emisión de valores que se coloca en el mercado, en base a los cuales los inversionistas adoptan sus decisiones de inversión.

Sobre este punto, 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.

El artículo 34 de la LMV, sólo establece que los agentes colocadores 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.

En el caso de los analistas financieros, sus servicios profesionales no tienen por objeto la revisión y certificación de los estados financieros ni de la demás información relevante que una sociedad da a conocer públicamente. Los analistas, emiten opiniones en sus informes basados en la información que es de acceso público y la que han podido obtener directamente del emisor. Estos agentes no actúan como garantes de la veracidad de dicha información y, por tanto, no son responsables de la autenticidad y exactitud de la misma.

Sin embargo, y en aplicación de los principios generales, los analistas financieros podrán incurrir en responsabilidad si a raíz de una revisión y estudio negligente de la situación del emisor y/o sus valores o intencionalmente, emiten recomendaciones que contienen información falsa o inexacta, que inducen a error o engaño a terceros.

Por otra parte, si el error se comete en informes u opiniones dirigidas al público en general - como puede ser el caso de los informes de los analistas financieros del lado del vendedor - se puede asumir que el estándar de veracidad debe ser la culpa grave, que rige en

general en materia de expresiones. Ello debido a que la información carece de un destinatario determinado y, además, porque imponer una responsabilidad por error supone atribuir riesgos inconmensurables a quien emite los informes u opiniones, pudiéndose afectar negativamente el flujo de información¹⁷².

En cuanto a las agencias clasificadoras de riesgo, el artículo 93 de la LMV establece que 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 culpables.

El deber de cuidado profesional que las agencias clasificadoras deben emplear implica, entre otras cosas, que deben sujetarse en la clasificación que efectúen a los procedimientos generales de clasificación e instrucciones que emitan la SVS, la SBIF y la Superintendencia de AFP¹⁷³. La legislación vigente regula con bastante detalle los distintos pasos, aspectos y criterios que las agencias clasificadoras de riesgo deben seguir en la realización de sus clasificaciones.

La responsabilidad de los analistas financieros y también de las agencias clasificadoras de riesgo enfrenta la difícil tarea de acreditar la directa relación de causalidad entre el daño causado a los terceros y las recomendaciones o clasificaciones emitidas por estos *gatekeepers*. Las recomendaciones de los analistas y, en mayor medida, las clasificaciones de riesgo son opiniones especializadas que permiten a los inversionistas conocer y evaluar la situación de un emisor. Sin embargo, por su naturaleza y las limitaciones inherentes a su actividad, rara vez estas opiniones constituyen la razón determinante que llevaron a un inversionista a tomar una precisa decisión de negocios.

En el caso de las agencias clasificadoras de riesgo, el legislador nacional se representó la probabilidad de que las clasificaciones puedan contener errores y que puedan variar entre las distintas agencias. Con objeto de evitar que a raíz de una clasificación inadecuada se pueda tener una impresión errónea de un emisor, la LMV establece que los emisores de valores de oferta

¹⁷² BARROS, Ob. Cit. N° 162, pág.1031.

¹⁷³ Artículo 92 Ley 18.045.

pública que emitan títulos representativos de deuda, deberán contratar la clasificación continúa e ininterrumpida de dichos valores con a lo menos dos clasificadoras de riesgo diferentes e independientes entre sí. Por tanto, los inversionistas siempre contarán a lo menos con dos clasificaciones emanadas de distintas agencias, en base a las cuales tomar sus decisiones de inversión.

Finalmente, la legislación de valores no contempla normas especiales relativas a la conducta que los abogados corporativos deben observar en su actividad profesional en el ámbito del mercado de valores y en especial en las asesorías y transacciones en las que intervengan. Consideramos que este es un vacío en la actual legislación de valores, el cual debería ser abordado en futuras reformas legislativas.

3. Insuficiencia de las Normas de Conducta Debida por los *Gatekeepers* establecidas en la Legislación Vigente.

La legislación de valores vigente no contiene un catálogo de conductas, o éste en algunos casos es incompleto, que reconozca y obligue a los *gatekeepers* a asumir de manera determinante su rol de guardianes privados del mercado, en especial del deber de prevenir, detectar y comunicar el fraude corporativo por parte de algunos *gatekeepers*.

Como vimos en el capítulo anterior, la normativa de valores resultó insuficiente para prevenir fraudes como el de Inverlink, para obligar a que los *gatekeepers* ejercieran conductas y medidas de control que les permitieran detectar y alertar oportunamente dicha clase de fraude y, finalmente, para hacer efectiva su responsabilidad frente a terceros por los daños ocasionados en su actividad profesional.

Tanto en el caso de Enron como en el de Parmalat, además de las fuertes sanciones aplicadas por los entes reguladores, se persiguió la responsabilidad civil extracontractual de los auditores externos y abogados de dichas empresas, como también de los bancos de inversión que participaron en operaciones de financiamiento y colocaciones de valores de dichas empresas. En el caso de Inverlink, los inversionistas perjudicados por el fraude no persiguieron la

responsabilidad que les cupo en éste a los auditores externos del holding, como tampoco lo ha hecho el ministro en visita del caso.

a) Deber de detectar, prevenir y comunicar la existencia de fraude

Hace veinte años atrás Reiner H. Kraakman, se preguntaba, ¿Cuándo debemos imponer responsabilidad en partes que, aunque no son primeramente los autores o beneficiarios de “*misconduct*” (mala conducta), pueden no obstante ser capaces de prevenirlas?¹⁷⁴.

En EEUU han existido tradicionalmente dos posturas en torno al establecimiento de un régimen especial de responsabilidad para los *gatekeepers* por su fracaso en detectar, prevenir y comunicar la existencia de fraudes corporativos. 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-óptima¹⁷⁵.

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 clientes¹⁷⁶. 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 un régimen de responsabilidad.

La regla general es que las partes que cometen o participan en un acto u omisión constitutivo de un ilícito sean los directamente responsables por dichos actos u omisiones. Sin embargo, se ha recurrido a la figura de la responsabilidad de terceros cuando los regímenes de responsabilidad primaria no han sido suficientemente eficaces para persuadir la comisión de

¹⁷⁴ KRAAKMAN, Ob. Cit. N° 9, pág.53.

¹⁷⁵ PARTNOY, Frank. Strict Liability for Gatekeepers: A reply to Professor Coffee. Law and Economics Research Paper Series, Universidad de San Diego. Paper N°5, 2004. Pág. 2.

¹⁷⁶ En este sentido COFFEE y PARTNOY.

ilícitos, generalmente asociado a la poca disuasión que producen las penas o las sanciones (en relación a los beneficios esperados por la conducta ilícita) y/o a los insuficientes o ineficientes mecanismos de control, tanto públicos como privados. La responsabilidad colateral o secundaria surge entonces como una herramienta complementaria para evitar ciertas conductas que se consideran atentatorios contra el bienestar social.

En este trabajo compartimos la posición que el capital reputacional de los *gatekeepers* no es 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 actúa sólo como un activo más de su portafolio.

En este sentido, consideramos que está implícito en el deber general de cuidado de los auditores externos y los agentes colocadores de una emisión de valores detectar, prevenir y adoptar las medidas correspondientes frente a la existencia del fraude, cuando estos fraudes se materializan a través de la manipulación o alteración de la información que, precisamente, estos *gatekeepers* deben revisar y certificar. Asimismo, consideramos que la normativa de valores debería contener normas que reconocieran expresamente este deber de modo que su incumplimiento genere la consecuente responsabilidad por parte de los *gatekeepers*.

b) Deber de detectar, prevenir y comunicar la existencia de fraude de los Auditores Externos

La normativa chilena no contempla expresamente el deber de los auditores externos de detectar, prevenir y comunicar la existencia de fraude.

La sección 110 de las NAGA establece que el examen normal de los estados financieros no tiene como objetivo expreso descubrir fraudes y no puede dependerse del mismo para ello. Sin embargo, entendemos que el *examen normal* a que se refiere la norma citada, es un examen realizado con la diligencia, acuciosidad y demás herramientas propias de la especialidad de los auditores. Dicho de otra manera, sí los auditores externos son incapaces de detectar falsedades, errores, omisiones o cualquier tipo de manipulación de los estados financieros y contables de la

sociedad que auditan debido a negligencia profesional, les es aplicable las normas generales de responsabilidad contenidas en los artículos 2314 y siguientes del Código Civil.

Sobre esta materia, la ISA 240 señala que la responsabilidad primaria por la prevención y la detección del fraude o error le corresponde a la gerencia y administración de la entidad auditada. Establece que el objetivo de una auditoría de los estados financieros, es permitir al auditor emitir una opinión acerca de si la información contenida en los estados financieros en su conjunto, están preparados en todos sus aspectos significativos, de acuerdo con normas contables vigentes. Luego, señala que debido a las limitaciones inherentes a la auditoría, existe un inevitable riesgo de que alguna información errónea de los estados financieros no sea detectada, incluso aun si la auditoría es debidamente planificada y ejecutada de acuerdo a las ISAs.

En cuanto a la responsabilidad de los auditores de detectar representaciones erróneas materiales debido a fraude, la ISA 240 dispone que si un auditor conduce una auditoría de acuerdo con las ISAs obtiene una certeza razonable de que los estados financieros en su conjunto están libres de representación errónea de importancia relativa, causada por fraude o error. Luego, señala que el auditor debe planificar y ejecutar la auditoría de estados financieros con una actitud de escepticismo profesional, reconociendo que puede identificar situaciones o hechos que le indiquen la existencia de fraude o error.

La ISA 240 detalla los pasos y las medidas que deben tomar los auditores cuando detecten información errónea que pueda deberse a fraude. En términos generales, los auditores deben, en primer lugar, comunicar y discutir todos los antecedentes del caso al interior del equipo de auditoría y con el socio a cargo de la misma. Luego, adoptar los procedimientos necesarios para obtener información que pueda servir para identificar el riesgo que la representación errónea se deba a fraude. Finalmente, comunicar los hallazgos e indicios de fraude a la gerencia y la administración de la sociedad y, en algunas circunstancias, a los organismos de control y autoridades reguladoras.

Como se desprende de las normas contenidas en la ISA 240, y sin perjuicio que los auditores externos efectivamente no son los responsables primarios por los fraudes relacionados con los estados financieros de la sociedad, la auditoría sí contempla una serie de procedimientos

y medidas que están destinados a la prevención, detección y comunicación oportuna de dichos fraudes. Estos procedimientos y normas existen porque se reconoce la posición privilegiada y la probabilidad cierta que a través de un adecuado y diligente proceso de auditoría, los profesionales encargados de llevarla a cabo pueden prevenir y detectar la presencia de fraudes. Es por eso, que la infracción al deber de llevar a cabo dichos procedimientos y medidas en la ejecución de la auditoría puede dar origen a responsabilidad extracontractual del auditor.

En Chile, por su parte la NAGA N° 59, Sección 317, sobre Actos Ilegales de Clientes, aprobada por el Colegio de Contadores de Chile el año 2005, recoge sólo algunos aspectos de la ISA 240. Dicha norma establece que la determinación si un acto es efectivamente ilegal, es normalmente una determinación que está más allá de la competencia profesional del auditor. Y señala que el entrenamiento del auditor, experiencia y conocimiento que tiene del cliente y su industria, pueden proporcionarle una base para reconocer que algunos actos del cliente que llamen su atención pudieran ser ilegales. Sin embargo, la determinación que un acto en particular sea ilegal, generalmente se basará en la asesoría de un experto legal calificado o pudiera tener que esperar una resolución final por un tribunal de justicia.

Luego, esta norma indica que la responsabilidad del auditor de detectar e informar exposiciones incorrectas significativas como resultado de actos ilegales, que tengan un efecto directo y significativo sobre la determinación de los saldos de los estados financieros, es la misma que para aquellas exposiciones incorrectas significativas causadas por error o fraude, como se describe en la sección 110, *Responsabilidades y Funciones del Auditor Independiente*. En dicha sección se señala que la responsabilidad del auditor se limita a dar una opinión sobre los estados financieros y que la administración de la sociedad es la responsable de adoptar políticas de contabilidad sanas y de establecer y mantener el control interno que permita, entre otras cosas, registrar, procesar, resumir y presentar información financiera congruente con las afirmaciones de la administración, incluidas en los estados financieros. Por consiguiente, la correcta presentación de la situación financiera, resultados operacionales y flujo de efectivo en conformidad con principios de contabilidad generalmente aceptados, es implícita e íntegramente parte de la responsabilidad de la administración.

Sobre este punto, estimamos que el auditor externo sí cuenta con los conocimientos y técnicas adecuadas para reconocer o detectar indicios o diferentes elementos que pueden provenir de un fraude. La responsabilidad de la administración y ejecutivos de la sociedad por los fraudes cometidos en los estados financieros y contables de la sociedad es una responsabilidad distinta y en ningún caso excluyente de la responsabilidad de los auditores. Por otra parte, este deber de cuidado al que hacemos referencia no contiene la exigencia que los auditores califiquen y determinen si un acto constituye o no un ilícito, ya que efectivamente dicha tarea esta fuera de su competencia, sino que conduzcan un proceso de auditoría que contemple la posibilidad cierta de detectar estos ilícitos y en dichos casos adoptar todas las medidas que sean pertinentes.

Al igual que la ISA 240, la NAGA 59 describe los pasos y medidas mínimas que los auditores deben adoptar cuando tienen sospechas de la presencia de un fraude o ilicitud. Esta norma establece que cuando el auditor cuenta con información acerca de un posible acto ilegal, debe obtener un entendimiento de la naturaleza del acto, las circunstancias en las cuales ocurrió y otra información necesaria para poder evaluar su efecto sobre los estados financieros. Al realizar esto, el auditor debiera indagar con la administración de un nivel superior de aquellos involucrados, si es posible. Y si la administración no entrega información satisfactoria en cuanto a que no ha existido ningún acto ilegal, el auditor debiera: (a) Consultar con el asesor legal del cliente u otro especialista acerca de la aplicación de las leyes y reglamentos pertinentes a las circunstancias y los posibles efectos sobre los estados financieros. La coordinación para tales consultas al asesor legal del cliente, debiera ser realizada por éste; (b) Aplicar procedimientos adicionales, si fuere necesario, para obtener un mayor entendimiento de la naturaleza de los actos.

En cuanto al deber de comunicar la detección de fraudes, el artículo 55 del RSA dispone que el auditor externo debe examinar la contabilidad, inventario, balance y otros estados financieros y expresar su opinión profesional e independiente sobre dichos documentos. El N° 4 de dicha norma señala que esta función implica entre otras, “cuidar por revelar la posible existencia de fraudes y otras irregularidades que puedan afectar a la presentación justa de la posición financiera o de los resultados de las operaciones” (el destacado es nuestro). Estimamos que el uso de la palabra “cuidar” empleado por la norma no es el más adecuado, ya que la

revelación de posibles fraudes aparece más como una decisión dejada al arbitrio de los auditores externos que como un deber.

El artículo 59 del RSA dispone que inspectores de cuentas y los auditores externos deberán guardar reserva respecto de la información de la sociedad, no difundida oficialmente al público, a que tengan acceso con ocasión del desempeño de sus funciones. Y señala que lo dispuesto anteriormente, es sin perjuicio de su “obligación de informar a los accionistas sobre el cumplimiento de su cometido y de denunciar a las autoridades judiciales y administrativas competentes, los delitos y las irregularidades o anomalías que a su juicio existieren en la administración o contabilidad de la sociedad” (el destacado es nuestro).

Sobre esta materia, la NAGA 59 dispone que el auditor debiera asegurarse que el comité de auditoría u otros con autoridad y responsabilidad equivalente, estén debidamente informados sobre los actos ilegales que han llegado a su conocimiento. Si la administración superior se encuentra involucrada en un acto ilegal, el auditor debiera comunicarse directamente con el comité de auditoría.

Luego, si el auditor concluye que un acto ilegal tiene un efecto significativo sobre los estados financieros y que éste no ha sido debidamente contabilizado o revelado, en conformidad a la NAGA 59, el auditor debiera expresar una opinión con salvedad o una opinión adversa sobre los estados financieros como un todo, dependiendo de la importancia relativa del efecto sobre los estados financieros. Si el cliente impide que el auditor obtenga evidencia suficiente y competente para evaluar si un acto ilegal ha ocurrido o es probable que ocurra y que pudiere ser significativo para los estados financieros, el auditor normalmente debiera abstenerse de opinar sobre los estados financieros.

c) Deber de detectar, prevenir y comunicar la existencia de fraude en los demás *Gatekeepers*

En cuanto a los analistas financieros y agencias clasificadoras de riesgo, consideramos que no está implícito en el deber general de cuidado a que deben sujetarse estos *gatekeepers* el

deber de prevenir, detectar y comunicar la existencia de fraude de los emisores que evalúan o cuyos valores clasifican. La capacidad de monitoreo y de detección de prácticas irregulares de estos agentes es bastante limitada, por lo tanto, no resulta razonable sujetarlos a deberes que escapen de sus reales competencias profesionales.

Finalmente, consideramos que la situación de los abogados externos en esta materia es compleja. Estos profesionales realizan asesorías de diversa naturaleza para los emisores de valores y no en todas ellas están en posición de detectar y prevenir la comisión de fraudes o ilícitos. Por tanto, no es posible establecer respecto de ellos un deber general de conducta en este sentido. Por otra parte, y como ya vimos, el cumplimiento de deberes propios de *gatekeepers* puede afectar negativamente la relación cliente – abogado. Lo anterior, es sin perjuicio que la comunicación de la intención de cometer un delito por parte de sus clientes, tal como lo indica el Código de Ética Profesional, no queda amparado por el secreto profesional.

Sin embargo, estimamos que nuestra legislación debería contener normas, como la establecida en la SOX, que obligue a los abogados corporativos a representar por escrito a sus clientes (a los altos ejecutivos y/o al Directorio), en el caso de las sociedades anónimas abiertas, su opinión sobre una operación ilícita, como medio de salvar su responsabilidad frente a terceros en caso de fraude de sus clientes. Esta obligación esta concebida como una obligación de resultados, lo que facilitaría a los terceros a perseguir la responsabilidad de estos *gatekeepers* en caso operaciones fraudulentas o ilícitas cometidas por los emisores de valores en que los abogados hubiesen intervenido directamente, ya que bastará probar la no ejecución de la conducta exigida por parte de los asesores legales, junto con los demás requisitos de la responsabilidad por culpa ya revisados en este capítulo, para hacer efectiva su responsabilidad.

III. Regímenes de Responsabilidad Extracontractual propuestos por la Doctrina Norteamericana

Sin perjuicio que consideramos que los *gatekeepers* deben sujetarse a un régimen general de responsabilidad por culpa tanto por infracción al deber general de cuidado propio de

sus servicios profesionales como respecto a su deber de detectar, prevenir y comunicar los fraudes corporativos, a continuación revisaremos algunos de los modelos de responsabilidad propuestos por parte de la doctrina estadounidense: la responsabilidad estricta con y sin límites.

Esta clase de responsabilidad se basa en el incumplimiento por parte de los *gatekeepers*, en su calidad de garantes, de los deberes de prevenir y detectar los ilícitos de los emisores de valores que deben monitorear.

1. Responsabilidad Estricta

Como ya señalamos, los regímenes de responsabilidad estricta son excepcionales. A diferencia de la responsabilidad por culpa, este régimen prescinde del elemento intencional, esto es, del dolo o la culpa, como criterio general de asignación de responsabilidad.

El establecimiento de estatutos de responsabilidad estricta ha sido justificado por razones de justicia correctiva (especialmente desde una perspectiva radicalmente individualista, que atiende la lesión de un derecho como razón suficiente para imponer responsabilidad), de justicia distributiva (en la medida que toda víctima queda indemnizada con independencia de la conducta del responsable), de eficacia preventiva (en la medida que se le atribuye responsabilidad a quien tiene el control del riesgo) y de disminución de los costos administrativos del sistema de responsabilidad (porque evita juicios y, cuando estos se producen, reduce la prueba al daño y la causalidad)¹⁷⁷.

A continuación revisaremos cuales son los beneficios y los costos de establecer un régimen de responsabilidad estricta para los *gatekeepers* en el caso de infracción del deber de prevenir, detectar y/o comunicar la existencia de fraude por parte de sus clientes, para lo cual nos basaremos en un interesante y completo trabajo del profesor de la Universidad de Harvard, Assaf Hamdani¹⁷⁸.

¹⁷⁷ BARROS, Ob. Cit. N° 162, pág. 31.

¹⁷⁸ Véase HAMDANI, Assaf. Gatekeepers Liability. Harvard Law School, Discussion Paper N° 442, Octubre 2003.

a) Los Beneficios de un Régimen de Responsabilidad Estricta

Generalmente en el ámbito de la responsabilidad primaria, la responsabilidad estricta ofrece dos ventajas por sobre un régimen de responsabilidad por negligencia: primero, provee a los eventuales clientes con intenciones de cometer ilícitos un incentivo óptimo para ejercitar la precaución mientras relevan a los tribunales de la difícil tarea de adentrarse en la maraña de determinar que constituye “el cuidado razonable” o el “debido cuidado” en una determinada cantidad de circunstancias. Bajo un régimen de responsabilidad estricta, los tribunales tienen que determinar si el cliente cometió un acto ilícito dañoso y fijar el nivel de daños. Un régimen de negligencia, en contraste, impone una carga informativa más pesada, ya que los tribunales tienen que especificar el "debido" nivel de supervisión o diligencia que deben emplear en cada caso los *gatekeepers*.

La responsabilidad estricta hace que los demandados internalicen todo el costo social de las malas conductas o actos ilícitos, y en el contexto de la responsabilidad primaria, este atributo de la responsabilidad estricta es beneficioso pues hace que los demandados adopten niveles de actividad óptimos. Sin embargo, y como veremos más adelante, estos beneficios de la responsabilidad estricta en el ámbito de la responsabilidad primaria o por hecho propio, no se extienden a la responsabilidad de los *gatekeepers*.

b) Los Costos de un Régimen de Responsabilidad Estricta.

Hamdani demuestra que haciendo que los *gatekeepers* internalicen el costo de las ilicitudes probablemente conducirá a clientes observantes de la ley queden fuera del mercado relevante. Esto significa, que los principales costos de establecer un régimen de responsabilidad vicaria para los *gatekeepers* son: (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 ilicitudes.

(i) Aumento en los honorarios de los *gatekeepers*

La responsabilidad estricta aparece como una herramienta potencialmente costosa para prevenir los fraudes e ilícitos en el mercado de valores. En este punto, la responsabilidad estricta y la negligencia se diferencian en su efecto sobre el precio cobrado por los *gatekeepers* por sus servicios. En el primer caso los *gatekeepers* incorporarán a sus honorarios los potenciales costos por la responsabilidad de los fraudes o actos ilícitos de sus clientes.

(ii) Propicia los efectos de la selección adversa

Uno de los principales problemas de los mercados con información asimétrica es el de la selección adversa, cuyo descubrimiento se debe al economista George Akerlof¹⁷⁹. Este autor sugiere que en muchos mercados se dan simultáneamente las siguientes dos características: el producto que se vende es de distinta calidad, y dicha calidad es indistinguible para el comprador (debido a la asimetría de información). En dicha situación, el vendedor del producto tiene incentivos para anunciar que su producto siempre es de la mejor calidad y así conseguir el mejor precio. Sin embargo, el comprador sabe eso y, por lo tanto, toma la calidad del producto como incierto y sólo está dispuesto a pagar el precio que corresponde a una calidad promedio. Así, los productos que eran realmente buenos salen del mercado porque el comprador no está dispuesto a pagar su precio más alto al no estar seguro si el producto es de mejor calidad. La selección es adversa: sólo quedan los productos malos en el mercado. La repetición de este proceso en un mercado puede llevar a retirar cada vez más productos, y eventualmente hacerlos desaparecer.

En el caso del mercado de los servicios de los *gatekeepers* y frente al establecimiento de un régimen de responsabilidad vicaria, los *gatekeepers* carecerán de la información necesaria para determinar con exactitud la probabilidad de fraude por cada eventual emisor (asimetría de información), por lo que le cobrarán a todos sus clientes (emisores) un honorario uniforme basado en la probabilidad promedia de que cometan fraude o actos ilícitos que caracteriza a las compañías emisoras en su totalidad. Esta alza en los honorarios de los servicios de los

¹⁷⁹ Véase AKERLOF, George. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics* Vol.84 N°3, pp 488–500, Agosto 1970. El término “limones” se emplea en Estados Unidos para referirse a los autos usados de baja calidad.

gatekeepers puede exceder el valor atribuido por los clientes observantes de la ley al mercado. De esta manera, a medida que esta última clase de clientes empiece a salir del mercado, los *gatekeepers* seguirán aumentando sus honorarios para reflejar el aumento en la proporción de clientes con intenciones de cometer ilicitudes en el pool de eventuales clientes. Esta situación va a alentar a que los clientes observantes de la ley sigan abandonando el mercado. En última instancia, solamente los clientes con intenciones de cometer ilicitudes permanecerán en el pool de eventuales clientes.

Otro de los costos que podría generar el establecimiento de un régimen de responsabilidad vicaria, es que podría llevar finalmente a la quiebra de los *gatekeepers* debido a los altos montos que deberían pagar en caso que sus clientes cometieran actos ilícitos.

Analizados los potenciales costos y beneficios del establecimiento de un régimen de responsabilidad vicaria en los *gatekeepers*, el profesor Hamdani concluye que sólo sería óptimo establecer esta clase de responsabilidad cuando los *gatekeepers* puedan copulativamente: (i) distinguir entre clientes observantes de la ley y clientes con intenciones de cometer actos ilícitos o fraudes a un costo razonablemente bajo (lo que se traduce en una discriminación en los honorarios entre los eventuales clientes basados en su probabilidad de cometer actos ilícitos y fraudes), y (ii) tener la capacidad de prevenir e impedir a un costo razonable los eventuales actos ilícitos o fraudes de sus clientes.

En el resto de los casos, que son los mayoría debido a los altos niveles de asimetría de información en el mercado de los servicios de los *gatekeepers*, el alcance apropiado de la responsabilidad debe ser determinado a través de balancear el potencial impacto adverso de la responsabilidad de los *gatekeepers* en los mercados relevantes contra los incentivos que tal responsabilidad proporciona para que los *gatekeepers* frustren las ilicitudes¹⁸⁰. De este análisis se puede concluir que los costos de esta clase de responsabilidad son demasiado costosos y, por lo tanto, no operaría como un instrumento adecuado para prevenir los actos ilícitos y fraudes de los clientes de los *gatekeepers* (las sociedades cotizadas).

¹⁸⁰ HAMDANI, Ob. Cit. N° 178, pág. 8.

2. Sistemas Intermedios: Responsabilidad Estricta con Límites.

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)¹⁸¹.

a) Responsabilidad Estricta con Límites sobre los Honorarios Percibidos:

Este régimen de responsabilidad ha sido propuesto por el profesor Coffee exclusivamente para los principales *gatekeepers* del mercado de valores, esto es, para los auditores externos. Esta propuesta consiste en someter a los auditores externos a un régimen de responsabilidad vicaria por los ilícitos de sus clientes pero limitando el monto de la reparación del daño causado o de la indemnización a un máximo o un techo en base a un múltiplo de los ingresos esperados o de los honorarios percibidos por los servicios prestados al cliente autor del daño¹⁸². El límite o techo en el monto de la indemnización es de aplicación general y es fijado por la autoridad vía legislativa o reglamentaria.

Este tipo de sistema de responsabilidad busca combinar los mejores incentivos de la responsabilidad estricta con una reducción en los costos de transacción y una reducción en el riesgo que los *gatekeepers* caigan en insolvencia.

Coffee reconoce que no todos los *gatekeepers* son iguales y que la responsabilidad estricta sólo hace sentido cuando el *gatekeepers* efectivamente puede prevenir una mala conducta o un acto ilícito de un emisor. En este sentido sólo los auditores externos estarían bien posicionados como para detectar los eventuales actos ilícitos o fraudulentos de sus clientes. Es

¹⁸¹ BARROS, Ob. Cit. N° 162, pág. 479.

¹⁸² Véase COFFEE, Ob. Cit. N°61.

por esta razón que Coffee sólo propone un régimen de responsabilidad estricta para los auditores externos.

b) Responsabilidad Estricta con un Límite Porcentual de los Daños Causados:

Este sistema fue propuesto por el profesor de la Universidad de San Diego, Frank Partnoy¹⁸³ y consiste en someter a los *gatekeepers* a un régimen modificado de responsabilidad estricta, que de acuerdo a su autor, evita la mayoría de los problemas asociados a los regimenes de responsabilidad por negligencia. Este régimen consiste en establecer un sistema en el cual los *gatekeepers* son estrictamente responsables por los fraudes de valores cometidos por el emisor, pero su responsabilidad está limitada hasta un porcentaje determinado contractualmente de los perjuicios ocasionados por el fraude. Este porcentaje para cada *gatekeeper* puede variar dependiendo del poder de negociación del *gatekeeper* y de las fuerzas del mercado, con un porcentaje mínimo establecido por ley.

Partnoy recomienda la creación de un mercado de reaseguramiento que cubra los riesgos de fraudes en el mercado de valores y cambiar el foco de rol de los *gatekeepers* más hacia un rol de asegurador y menos hacia un rol de policía o vigilante. Este autor sostiene que los re-seguros han sido muy exitosos en otros contextos, primero por su naturaleza no regulada y también porque se centra en especificar la responsabilidad usando porcentajes y topes o techos máximos¹⁸⁴. Las partes buscan compartir los riesgos y el método de dividir los riesgos pone a las partes en la mejor posición para asumir esos riesgos de una manera eficiente.

Este régimen de responsabilidad permitiría que los *gatekeepers* y los emisores especifiquen los límites de una política de aseguramiento contractualmente.

¹⁸³ Véase PARTNOY, Frank. Barbarians at the gatekeepers?: A proposal for a Modified Strict Liability Regime. Law and Economics Research Paper N° 14, Universidad de San Diego, Agosto 2001. Documento disponible en www.ssrn.com; y PARTNOY, Ob. Cit. N°175.

¹⁸⁴ PARTNOY, Frank. Barbarians at the gatekeepers?: A proposal for a Modified Strict Liability Regime. Law and Economics Research Paper N° 14, Universidad de San Diego, Agosto 2001. pág. 39.

La principal diferencia entre este sistema de responsabilidad y el propuesto por Coffee, es que el límite en responsabilidad en el primer caso se determina contractualmente por las partes (*gatekeepers* y su cliente) y en definitiva el monto a indemnizar dependerá del poder de negociación en que se encuentren las partes y de la magnitud del daño causado. En cambio, el modelo propuesto por Coffee, el monto de la indemnización dependerá de los honorarios percibidos por el *gatekeeper*.

CONCLUSIÓN

Lo Bueno, lo Malo y las Tareas Pendientes entorno a los *Gatekeepers*

Importantes lecciones se pueden extraer de la seguidilla de escándalos financieros ocurridos en los últimos años, principalmente en EEUU, país que cuenta con uno de los mercados de valores más desarrollados del mundo.

La primera, es tal vez, la posibilidad que tiene nuestro país de adoptar oportunamente las medidas pertinentes y adecuar nuestra normativa de valores para evitar que nuevos escándalos se produzcan en el futuro. Cuando se legisla bajo un ambiente de crisis, de desconfianza generalizada del mercado y como respuesta a fraudes corporativos de gran impacto económico y mediático, se corre el riesgo de dictar legislaciones excesivamente rígidas que terminen sobrerregulando el mercado¹⁸⁵.

El fraude de Enron y el de Parmalat han servido para ilustrar el pobre desempeño que tuvieron los *gatekeepers* en detectar, prevenir y denunciar dichos fraudes, para resaltar la importancia que tienen estos agentes en la transparencia y desarrollo de los mercados, y para poner en la agenda la necesidad de revisar el funcionamiento y la normativa que les es aplicable a los *gatekeepers*.

En Chile, este proceso de revisión ha sido lento y débil. El propio concepto de *gatekeepers* del mercado de valores es prácticamente desconocido en nuestro país, donde no se han creado las instancias para estudiar y revisar bajo un modelo común el estándar de conducta profesional exigible a un colectivo de profesionales externos a la sociedad cotizada que comparten funciones de monitoreo privado del mercado. La atención se ha concentrado casi exclusivamente en una clase de *gatekeepers*: los auditores externos, e incluso respecto de ellos,

¹⁸⁵ La SOX no ha estado exenta de fuertes críticas. Se le ha criticado los altos costos asociados al cumplimiento de la nueva normativa y las consecuencias negativas que ha producido en el mercado norteamericano.

en los últimos años, ningún proyecto de ley destinado a introducir nuevas normas en esta materia ha prosperado.

Es por eso, que una de las primeras tareas pendientes es efectuar una evaluación de cómo están actuando los *gatekeepers* en el mercado local, de cuales son los conflictos que enfrentan en su ejercicio profesional y de la normativa que les es aplicable. Se debe estudiar como las características propias del mercado de valores chileno influyen o condicionan el rol de *gatekeeper*. Como ya hemos señalado, las características del mercado repercuten en la actuación de estos profesionales, por lo que, por ejemplo, pese a lo avanzado de la legislación de valores norteamericana en esta materia, la SOX no es modelo normativo que necesariamente vaya a funcionar en nuestro mercado local.

Por otra parte, también está pendiente el análisis de cuál es el camino más óptimo para mejorar la actuación de los *gatekeepers*. La regulación es la principal vía pero no necesariamente la única. En Chile, pese a que la autorregulación de los agentes del mercado de valores es aún muy incipiente, podría ser una herramienta eficaz para complementar los esfuerzos destinados a perfeccionar el desempeño profesional de los *gatekeepers*¹⁸⁶.

Asimismo, estimamos que cualquier intento por mejorar la actuación de los *gatekeepers* debe ir acompañado con una eficaz fiscalización por parte de la SVS. Dicho organismo, cuenta hoy con las herramientas legales para llevar a cabo un control y supervisión efectiva sobre estos agentes.

¹⁸⁶ La más importante experiencia en esta materia la constituye la reciente creación al interior de la Bolsa de Comercio de Santiago (bolsa de valores), de un Comité de Regulación, compuesto por tres miembros elegidos por el Directorio de la institución, cuyas principales funciones son conocer y resolver los reclamos que se susciten entre los corredores de la Bolsa, o entre uno o más de éstos y sus clientes, o entre un corredor y la Bolsa, por infracciones a sus Estatutos, al Reglamento de la Bolsa, a las leyes o a las normas impartidas por la Superintendencia, y ejercer la supervigilancia preventiva o correctiva del mercado, en orden al respeto de sus cualidades de ser equitativo, competitivo, ordenado y transparente, pudiendo adoptar acuerdos, ordenar auditorias y hacer sugerencias a la propia Bolsa, a sus autoridades y ejecutivos y a los propios corredores. Siguiendo los pasos de la Bolsa de Comercio, el directorio de la Bolsa Electrónica de Chile dio luz verde en el mes de agosto último para la creación de un comité de regulación.

1. Audidores Externos

Igual como sucedió con posterioridad al escándalo de Enron en EEUU, en nuestro país el caso Inverlink gatilló la tramitación de una importante reforma al mercado de capitales, conocida como la segunda reforma al mercado de capitales o MK2, cuyo resultado vio la luz recientemente con la dictación de la Ley 20.190¹⁸⁷.

Esta reforma tuvo por objeto adecuar nuestra legislación en aquellas áreas cuyas falencias quedaron al descubierto con el fraude de Inverlink y continuar la profundización del mercado de capitales local¹⁸⁸. El proyecto original contemplaba normas que buscaban el perfeccionamiento de los regímenes de administración societaria, las cuales posteriormente fueron desglosadas del proyecto original e incorporadas en un nuevo proyecto de ley, cuya tramitación finalmente no prosperó. Desde entonces, la revisión y adecuación de los gobiernos corporativos sigue siendo una tarea pendiente.

Con fecha 4 de Septiembre del presente año, el Poder Ejecutivo presentó al Congreso Nacional 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 empresas¹⁸⁹.

Entre otras materias, este nuevo proyecto de ley busca perfeccionar y adecuar a los estándares internacionales la actual normativa que rige la autoría externa, materia en la que, sin duda, la legislación chilena es aún insuficiente.

Siguiendo la tendencia mundial, el proyecto de ley en comento, deroga la norma que permite que las auditorías externas de las sociedades anónimas abiertas puedan ser llevadas

¹⁸⁷ Ley 20.190, Introduce adecuaciones tributarias e institucionales para el fomento de la industria de capital de riesgo y continua el proceso de modernización del Mercado de Capitales, publicada en el Diario Oficial el 05.06.2007.

¹⁸⁸ Sobre el contenido y alcance de la ley 20.190, véase PFEFFER, Francisco. Algunos Comentarios y Antecedentes en torno a las Reformas introducidas a la Legislación de Mercado de Capitales por la llamada MK2 (primera parte). *Revista Actualidad Jurídica*, Universidad del Desarrollo, N°16, julio 2007. Págs. 247-290.

¹⁸⁹ Boletín N°5301-05. Disponible en el sitio web de la biblioteca del Congreso Nacional, www.bcn.cl

acabo por personas naturales, estableciendo la exigencia de que las mismas sean efectuadas por una Empresa de Auditoría Externa, y propone introducir un nuevo Título XXVIII a la LMV que contenga las normas a que deben sujetarse dichas empresas¹⁹⁰.

Estas empresas quedarán sometidas a la fiscalización de la SVS en lo referido a los servicios de auditoría externa, los que sólo podrán prestar cuando se encuentren inscritas en el registro que dicho organismo lleve al efecto.

El proyecto señala que toda empresa de auditoría externa podrá prestar sus servicios siempre que ella, los socios que suscriban los informes de auditoría, los encargados de dirigir la auditoría y todos los miembros del equipo de auditoría, tengan independencia de juicio respecto de la entidad auditada¹⁹¹. Se presume que carecen de independencia de juicio respecto de una sociedad auditada, las siguientes personas naturales: a) Las relacionadas con la entidad auditada en los términos establecidos en el artículo 100 de la LMV; b) Las que tengan algún vínculo de subordinación o dependencia, o quienes presten servicios a la entidad auditada o a cualquier otra de su grupo empresarial; c) Las que posean valores emitidos por la entidad auditada o por cualquier otra entidad de su grupo empresarial o valores cuyo precio o resultado dependa o esté condicionado, en todo o en parte significativa, a la variación o evolución del precio de dichos valores. Se considerará para los efectos de esta letra, los valores que posea el cónyuge y también las promesas, opciones y los que haya recibido éste en garantía, como asimismo las que posean los demás socios de la empresa de auditoría externa respectiva; d) Los trabajadores de un intermediario de valores con contrato vigente de colocación de títulos de la entidad auditada y las personas relacionadas de aquél, y e) Las que tengan o hayan tenido durante los últimos doce

¹⁹⁰ De acuerdo a lo dispuesto en el proyecto de ley, califican como "empresas de auditoría externa" todas aquellas sociedades que, dirigidas por sus socios, prestan principalmente los siguientes servicios a sociedades anónimas abiertas y otras entidades regidas por la LMV: a) Examinan, a base de pruebas, las evidencias que respaldan los importes y las informaciones contenidas en la contabilidad y los estados financieros de las entidades; b) Evalúan los principios de contabilidad utilizados y la consistencia de su aplicación con los estándares relevantes, así como las estimaciones significativas hechas por la administración, y c) Informan sus conclusiones respecto de la presentación general de la contabilidad y los estados financieros, indicando con un razonable grado de seguridad, si ellos están exentos de errores significativos y cumplen con los estándares relevantes en forma cabal, consistente y confiable.

¹⁹¹ Dentro de los requisitos que contempla el Proyecto de Ley para la inscripción en el Registro de empresas de auditoría externa que lleve la SVS, se dispone que se debe acompañar (i) las políticas de procedimiento, control y análisis de auditoría; (ii) las políticas de confidencialidad, manejo de información privilegiada y solución de conflictos de intereses, y (iii) las políticas de independencia de juicio e idoneidad técnica del personal encargado de la dirección y ejecución de la auditoría externa.

meses una relación laboral o relación de negocios significativa con la entidad auditada o con alguna de las entidades de su grupo empresarial, distinta de la auditoría externa misma o de las otras actividades realizadas por la empresa de auditoría externa.

Asimismo, el proyecto señala que se entenderá que una empresa de auditoría externa no tiene independencia de juicio respecto de una entidad auditada en los siguientes casos: a) si tiene, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, una significativa relación contractual o crediticia, activa o pasiva, con la entidad auditada o con alguna de las entidades de su grupo empresarial, distinta de la auditoría externa propiamente tal o de las demás actividades permitidas de conformidad al propuesto artículo 242 de la LMV ; b) si, en forma directa o a través de otras entidades, posee valores emitidos por la entidad auditada o por cualquier otra entidad de su grupo empresarial, o c) si 15% o más de sus ingresos anuales totales, por cualquier concepto, sumados a los de sus filiales y matrices, provienen del mismo grupo empresarial al que pertenece la entidad auditada. Esta causal de falta de independencia será aplicable a contar del tercer año de inscrita la empresa de auditoría externa en el Registro¹⁹².

Basándose en el modelo normativo adoptado por la SOX, el proyecto de ley aborda los conflictos de interés que pueden afectar los servicios de auditoría por la prestación de servicios distintos a estos, aspectos que la legislación vigente no contempla expresamente.

De acuerdo a lo señalado en el proyecto, las empresas de auditoría externa podrán prestar simultáneamente servicios distintos a los de auditoría externa a la sociedad que auditen, siempre que en su ejecución no comprometan su idoneidad técnica o independencia de juicio en la prestación de los servicios de auditoría externa, y previo cumplimiento de su reglamento interno.

Sin perjuicio de lo anterior y al igual que la sección 201 de la SOX, el proyecto contiene un catálogo de servicios prohibidos no relacionados con la auditoría externa. Se dispone que las empresas de auditoría externa no podrán prestar simultáneamente y respecto de una misma entidad, servicios de auditoría externa y cualquiera de los servicios indicados a continuación:

¹⁹² Proyecto de Ley, artículo 244 LMV

- a) Auditoría interna;
- b) Desarrollo o implementación de sistemas contables y de presentación de estados financieros;
- c) Teneduría de libros;
- d) Tasaciones, valorizaciones y servicios actuariales que impliquen el cálculo, estimación o análisis de hechos o factores de incidencia económica que sirvan para la determinación de montos de reservas, activos u obligaciones y que conlleven un registro contable en los estados financieros de la entidad auditada;
- e) Asesoría para la colocación o intermediación de valores y agencia financiera. Para estos efectos, no se entenderán como asesoría aquellos servicios prestados por exigencia legal o regulatoria en relación con la información exigida para casos de oferta pública de valores;
- f) Asesoría en la contratación y administración de personal y recursos humanos;
- g) Patrocinio o representación de la entidad auditada en cualquier tipo de procedimiento judicial o arbitral o en cualquier gestión de carácter administrativo, lo que no impedirá que en tales casos la empresa de auditoría pueda declarar y proveer explicaciones relativas a materias de hecho, correspondientes a los servicios prestados a la entidad, los criterios utilizados o a la manera en que llegó a sus conclusiones;
- h) Asesoría legal, y
- i) Asesoría tributaria.

Sin embargo, el proyecto permite a las sociedades anónimas contratar a su empresa de auditoría externa para la prestación de los servicios indicados en los literales h) e i) precedentes, cuando así lo acuerde la junta de accionistas por las dos terceras partes de las acciones emitidas con derecho a voto, a solicitud fundada del directorio.

El proyecto en comento 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 anterior, no formen parte de la auditoría externa. Una norma de igual naturaleza contiene la sección 202 de la SOX.

El proyecto de ley dispone que las empresas de auditoría deberán:

- a.- 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;
- b.- 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, y
- c.- Informar a la entidad auditada, dentro de los dos primeros meses de cada año, si los ingresos obtenidos de ella, por si 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.

Finalmente, y en cuanto a la responsabilidad de los auditores, el proyecto señala que estas empresas, en la prestación de sus servicios de auditoría externa, y las personas que en su nombre participen en dicha auditoría, responderán hasta de la culpa leve por los perjuicios que causaren, y que la empresa de auditoría externa y quienes suscriban el informe respectivo responderán solidariamente de tales perjuicios.

Consideramos que el recién presentado proyecto de ley, 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, y proteger los intereses de los accionistas minoritarios¹⁹³.

En todo caso, habrá que esperar para ver el éxito que esta iniciativa legislativa tiene en el Congreso Nacional, las posibles modificaciones que pueda sufrir el actual proyecto, y ver si en definitiva prospera y se convierte en ley de la República.

¹⁹³ El proyecto de ley dispone que requieren del acuerdo de dos tercios de las acciones con derecho a voto no sólo la aprobación de la prestación por parte de las empresas auditoras de ciertos servicios distintos a los de auditoría externa, sino que también para la renovación de la empresa de auditoría externa que haya prestado servicios para la sociedad por un período ininterrumpido de cuatro o más años, o que haya declarado que los honorarios recibidos de la sociedad, o del conjunto de entidades del grupo empresarial a que ella pertenece, representaron el año anterior a la fecha de realización de la junta, más de 10% del total de sus ingresos del giro. En cuanto a los Comités de Directores, el proyecto en comento dispone que éstos deberán estar constituido siempre por una mayoría de independientes y, si esta 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.

2. Demás Gatekeepers

La situación de los demás *gatekeepers* es bastante dispar. Por un lado, la 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, 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.

Estas materias no han concentrado mayormente la atención en el mercado local, pese a la importancia que tienen para la transparencia y desarrollo del mismo. Consideramos, entonces, que uno de los siguientes pasos en el perfeccionamiento de la normativa de valores y profundización del mercado de capitales local, ya iniciado con la dictación de la Ley de OPAs, la primera y la reciente segunda reforma al mercado de capitales, debiese ser una revisión completa de la función y la actuación de los *gatekeepers*.

3. Otras Tareas Pendientes: Perfeccionar el Régimen de Responsabilidad a que deben sujetarse los Gatekeepers

Cómo ha quedado en evidencia a lo largo de este trabajo y en especial en el capítulo IV, las actuales normas relativas a la responsabilidad civil de los *gatekeepers* han sido insuficientes para prevenir fraudes como el de Inverlink, para que los *gatekeepers* adopten definitivamente dicho rol en el ejercicio de su actividad profesional y finalmente para que respondan civilmente por los perjuicios causadas a terceros con ocasión de la prestación negligente o dolosa de sus servicios profesionales.

Dado lo anterior, consideramos que además de las reformas que deberían ser abordadas especialmente en el ámbito de la auditoría externa, se debe perfeccionar el régimen de

responsabilidad de los *gatekeepers* con el objeto no sólo de mejorar su actuación sino de que terceros puedan resarcirse de los daños causados por estos agentes en su actividad profesional.

Cabe señalar, que a diferencia de lo que sucede en EEUU, en nuestro país las empresas auditoras, en la práctica, no han estado sujetas a responsabilidad civil alguna por los perjuicios causados por sus actuaciones profesionales negligentes o dolosas. El año 2006, la Corte Suprema sentó, desde nuestro punto de vista, una jurisprudencia poco afortunada en esta materia, al desestimar una demanda de responsabilidad civil extracontractual en contra de una empresa auditora por su negligente actuación profesional, ratificando de este modo lo resuelto previamente por la Corte de Apelaciones¹⁹⁴.

Un mecanismo para mejorar el régimen de responsabilidad de los *gatekeepers* es imponerles en la ley, de acuerdo a la naturaleza de su actividad profesional, determinados deberes de conducta que los obliguen a ejercer un control más efectivo sobre los emisores de valores. De esta manera, el incumplimiento de estos deberes de conducta por parte de los *gatekeepers*, al constituir una infracción a la legislación de valores obliga a su autor a indemnizar los perjuicios causados con dicha infracción de acuerdo a lo establecido en los artículos 55 de la LMV y 133 de la LSA, facilitando de este modo considerablemente la posibilidad de perseguir y hacer efectiva la responsabilidad de estos profesionales.

Aunque es un tema bastante casuístico, consideramos que al menos hay dos conductas generales – que en atención a su condición de *gatekeepers* – le son exigibles a estos profesionales del mercado de valores, y cuya infracción podría dar lugar a responsabilidad civil. Nos referimos al deber de detectar el fraude o ilicitudes de sus clientes, los emisores de valores, y la obligación de representar por escrito dichas circunstancias.

Por ejemplo, se debería establecer en la ley como un deber secundario de auditores externos y bancos de inversión cuando actúan como agentes colocadores, el detectar a través de sus revisiones, auditorías y controles posibles fraudes de sus clientes. Asimismo, consagrar el deber de estos profesionales de representar a sus clientes, preferentemente al Directorio y/o al Comité de Auditoría de la sociedad emisora, su opinión profesional relativa al descubrimiento de

¹⁹⁴ Véase la referencia efectuada en la nota de pie de página N° 165.

eventuales fraudes o ilicitudes. Esta última clase de deberes también es exigible a los abogados cuando tomen conocimiento de una eventual operación ilícita por parte de sus clientes.

BIBLIOGRAFÍA

1. AGOSIN, Manuel y PASTEN Ernesto. Corporate Governance in Chile. Banco Central de Chile, Documentos de Trabajo N° 209, Mayo 2003.
2. AKERLOF, George. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. Quarterly Journal of Economics Vol.84 N°3, pp 488–500, Agosto 1970.
3. BAHAMÓNDEZ P., Felipe. Pricewaterhouse: Responsabilidad de las Empresas Auditoras Externas por sus Labores Profesionales. Sentencias Destacadas 2006. Libertad y Desarrollo, pp. 15 -31. 2007.
4. BANCO MUNDIAL. Report on the Observance of Standards and Codes (ROCS). Corporate Governance Country Assessment. Chile. Mayo 2003.
5. BANCO MUNDIAL. Informe sobre el Cumplimiento de Normas y Códigos (ROSC) en Chile. Contabilidad y Auditoría. 15 de Junio de 2004.
6. BARROS, Enrique. Tratado de Responsabilidad Extracontractual. Santiago. Editorial Jurídica de Chile, 2007.
7. BLACK, Bernard S. Shareholders Activism and Corporate Governance in the United State. The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law. Ed. Peter Newman. pp.459-465. 1998.
8. CLARKE, Álvaro. Politics en la implementación de Gobiernos Corporativos. Segunda Reunión del Foro Regional sobre el Sector Financiero, 14 de noviembre de 2003, Washington D.C.
9. COFFEE, John C. Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor. Columbia Law Review, Vol. 91, N°6, pág. 1277-1368, Octubre 1991.
10. COFFEE, John C. Understanding Enron: It's about Gatekeepers, Stupid. The Center for Law and Economics Studies, Columbia Law School, Working Paper N° 207, Julio 2002.
11. COFFEE, John C. The Attorney as a Gatekeeper: An Agenda for the SEC. The Center for Law and Economic Studies, Columbia Law School, Working Paper N°21, Abril 2003.

12. COFFEE, John C. Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. Law and Economics Workshop, Universidad de California, Berkeley, Working Paper N°9. 2004.
13. COFFEE, John C. A theory of Corporate Scandals: Why the USA and Europe Differ. Oxford Review of Economic Policy, VOL 21, N°2, pp. 198-211, 2005.
14. COFFEE, John C. Gatekeepers, The Professions and the Corporate Governance. New York. Oxford University Press, Julio 2006.
15. ETCHEVERRY, Alfredo. Derecho Penal, Parte Especial. Santiago. Editorial Jurídica de Chile. Tomo IV. 1990.
16. FERRARI, Guido y GIUDICI, Paolo. Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case. European Corporate Governance Institution, Law Working Paper N°40, Mayo 2005.
17. GALBRAITH, John Kenneth. A Short History of Financial Euphoria. New York. Pinguin Books USA Inc. 1993.
18. GARCIA BENAÚ, María Antonieta, VICO MARTINEZ, Antonio. Los Escándalos Financieros y la Auditoría: Pérdida y Recuperación de la Confianza en una Profesión en Crisis. Revista Valenciana de Economía y Hacienda, N°7, pp. 26-48, Enero 2003.
19. GARCIA GONZALEZ, Alejandro. Responsabilidad Contractual. Obligaciones de Medios y de Resultado. Santiago. Editorial Lexis Nexis, Enero 2002.
20. HAMDANI, Assaf. Gatekeepers Liability. Harvard Law School, Discussion Paper N° 442, Octubre 2003.
21. International Standards on Auditing (IAS), normas elaboradas por la Federación Internacional de Contadores (Internacional Federation of Accountants).
22. JORDANO FRAGA, Francisco. Obligaciones de Medio y de Resultado (a propósito de alguna jurisprudencia reciente). Anuario de Derecho Civil, Vol. 44, N°1, pp. 5-96, 1991.
23. KRAAKMAN, Reiner H. Corporate Liability Strategies and the Cost of Legal Controls. The Yale Law Journal, Vol. 93, N°5, pp.857-898, Abril 1984.
24. KRAAKMAN, Reiner H. Gatekeepers: The Anatomy of a Third-party Enforcement Strategy. Journal of Law, Economics & Organization, Vol. 2, N°1, pp. 53-104. Primavera 1986.
25. LA PORTA, R., F. LÓPEZ DE SILANES, a. SHLEIFER Y R. VISHNY. Corporate Ownership Around the World. Journal of Finance, Vol. N°54. pp. 471-518. 1999.

26. LARRAIN, Christian. Supervisión Financiera: Lecciones del Caso Inverlink. Trabajo elaborado para el Centros de Estudios Públicos. Estudios Públicos N°92, Primavera 2003.
27. LAZEN Vicente y SEPULVEDA Ana Cristina. Desarrollo De Las Tomas De Control En Chile Después de la Ley De Opas. Superintendencia de Valores y Seguros, Documento de Trabajo N°4, Noviembre de 2004.
28. LEFORT, Fernando. Gobierno Corporativo ¿Qué es? y ¿Cómo andamos por casa? Cuadernos de Economía, Vol. 40, N° 120, pp. 207-237, Agosto 2003.
29. LEWIN, Kart. Field Theory in Social Science: Selected Theoretical Paper. New York, Harper & Row, 1951.
30. LEY 18.045, Ley de Mercado de Valores, publicada en el Diario Oficial el 22 de Octubre de 1981.
31. LEY 18.046, Ley sobre Sociedades Anónimas, publicada en el Diario Oficial el 22 de Octubre de 1981.
32. LOBATO GOMEZ, J. Miguel. Contribución al Estudio de la distinción entre las Obligaciones de Medios y las Obligaciones de Resultado. Anuario de Derecho Civil, Vol. 45, N°2, pp. 651-734, 1992.
33. 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
34. Normas de Auditoría Generalmente Aceptadas en Chile, Colegio de Contadores de Chile A.G.
35. PARTNOY, Frank. Barbarians at the Gatekeepers?: A proposal for a Modified Strict Liability Regime. Law and Economics Research Paper N° 14, Universidad de San Diego, Agosto 2001.
36. PARTNOY, Frank. Strict Liability for Gatekeepers: A reply to Professor Coffee. Law and Economics Research Paper Series, Universidad de San Diego. Paper N°5, 2004.
37. PFEFFER, Francisco. Algunos comentarios y antecedentes en torno a las reformas introducidas a la legislación de mercado de capitales por la llamada MK2 (primera parte). Revista Actualidad Jurídica N°16, pp. 247-290, Universidad del Desarrollo, julio 2007.

38. RIBSTEIN, Larry. La Sarbanes –Oxley After Three Years. Law & Economics Research Paper N° LE05-016, Universidad de Illinois, Junio de 2005.
39. SENADO DE ESTADOS UNIDOS. The Role of the Board of Directors in the Enron`s Collapse. Informe preparado por el sub comité permanente de investigación del Comité de Asuntos Gubernamentales del Senado Norteamericano. Julio 8, 2002.
40. SENADO DE ESTADOS UNIDOS. Financial Oversight of Enron: The SEC and the Private-Sector Watchdogs. Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs. Washington D.C. Octubre, 2002.
41. Superintendencia de Valores y Seguros, www.svs.cl
42. TRASLAVIÑA, Hugo. Inverlink, La Ruta de una Estafa. Santiago, Editorial Planeta, Nov. 2003.
43. U.S. GENERAL ACCOUNTING OFFICE. Financial Statement Restatements: Trends, Market Impacts, Regulatory Responses and Remaining Challenges. Report to the Chairman, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, US Senate. Octubre 2002.
44. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets. Enero 2003.
45. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Concept Release: Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws. (Release Nos. 33-8236; 34-47972; IC-26066; File No).
46. WHITE, David M. The Gatekeeper, A Case Study in the Selection News. Journalism Quarterly, Vol. 27, pp. 383-396, 1950.