

Obligaciones de información de los emisores (no periódicas)

- I. DIFUSIÓN DE INFORMACIÓN RELEVANTE**
 - 1.1. **Tipología de hecho relevante**
 - 1.2. **Característica de la definición de hecho relevante**
 - 1.3. **Principales hechos catalogados como relevantes**
 - 1.4. **Condiciones de oportunidad y divulgación de los hechos relevantes**
 - 1.5. **Información sujeta a reserva**

- II. INFORMACIÓN SOBRE ESTRUCTURA DE LA PROPIEDAD DEL EMISOR: PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS;
DE LOS DIRECTIVOS, CONSEJO, ETC.**
 - 2.1. **Identificación de accionistas y su participación**
 - 2.2. **Participación de personas relacionada con el emisor**
 - 2.3. **Comunicación de pactos parasociales**
 - 2.4. **Información sobre los controladores**
 - 2.5. **Informaciones sobre la compra de acciones por parte del propio emisor
(autocartera)**
 - 2.6. **Conflictos de interés del emisor: consejo y sus directivos/accionistas**
 - 2.7. **La relevancia de los instrumentos financieros derivados con liquidación financiera
en el régimen de divulgación de participaciones significativas**

- III. OTRAS INFORMACIONES: GOBIERNO CORPORATIVO, DIFUSIÓN Y PUBLICIDAD**
 - 3.1. **Regulación del Gobierno corporativo. Normativa o recomendaciones**
 - 3.2. **Los anuncios o publicidad en general de los emisores**

I. Difusión de información relevante

No es fácil llegar a una definición de hecho relevante ya que delimitar conceptualmente el alcance del término ha enfrentado a los legisladores ante el problema de establecer unos límites estáticos y predefinidos ante situaciones cambiantes y dinámicas, las cuales deben ser reveladas al mercado con el fin de preservar su transparencia.

Por otra parte, las definiciones de hecho relevante se han construido partiendo de pautas generales hasta llegar a definiciones más específicas y detalladas. En este proceso, la afectación de la cotización de los valores, la afectación de

las decisiones de inversión, así como la facultad para ejercer o la posibilidad de ejercer los derechos han sido criterios fundamentales para catalogar a un hecho como relevante por la mayoría de las regulaciones consultadas.

El problema de flexibilizar los requisitos a las exigencias de los mercados de valores ha llevado a que, en su gran mayoría, las legislaciones incorporen un detalle de hechos que pretenden dar claridad sobre las principales situaciones que deben ser reportadas por los emisores ante la imperiosa necesidad de mantener informados a los partícipes en estos mercados.

Los hechos relevantes enunciados en las diferentes legislaciones pueden ser clasificados dependiendo de su relación con la administración y gestión de la compañía, su impacto en el área financiera y el desarrollo de procesos sancionatorios.

La información reservada es un elemento que permite, a través de excepcionar la revelación de ciertos hechos de importancia, salvaguardar los intereses del emisor, los inversionistas y el mercado.

1.1. Tipología de hecho relevante

Llegar a una definición unívoca del concepto de hecho relevante ha sido una intención de casi todas las legislaciones; sin embargo, la dinámica de los mercados de valores, así como la importancia que la información tiene en los mismos, ha generado grandes problemas para acometer esta tarea.

La divulgación de los hechos relevantes, entendidos como aquella información que puede afectar la cotización de un valor, la decisión de inversión o la estabilidad del mercado entre otros, ha sido considerada como una necesidad en la normatividad de los diferentes países.

Ahora bien, respecto a lo que se puede considerar como hecho relevante es preciso señalar que este tema ha sido abarcado de diferentes formas por las legislaciones estudiadas. Así, mientras en algunos países se ha dado una definición taxativa de hecho relevante, como es el caso de Brasil, Argentina y Ecuador, en otros países se ha optado por parámetros generales que no intentan definir el concepto pero que pretenden dar una idea del alcance de la obligación, como es el caso de Chile.

Igualmente, con el fin de dar claridad, algunos países han establecido en sus normas la relación de ciertos hechos que deben ser considerados como relevantes. En la mayoría de los países, la mencionada lista es de carácter enunciativo

y se expone a manera de ejemplo, como es el caso de Argentina, Brasil, Bolivia, Costa Rica, España, y Panamá, mientras que en otros países es de carácter taxativo, como es el caso de Colombia¹.

Sobre este punto es importante señalar que, si bien la legislación colombiana establece una lista de hechos taxativos, existe la facultad para que algunos de los hechos listados, por su naturaleza, sean objeto de un juicio de valor efectuado por el emisor inmediatamente se produzca el hecho. En todo caso, la Superintendencia Financiera de Colombia tiene la facultad legal de solicitar a cualquier persona la información que estime pertinente para asegurar la transparencia en el mercado y preservar los derechos de los inversionistas y ordenar su divulgación.

En Uruguay, si bien la lista es taxativa el último elemento de la misma contempla la posibilidad de considerar cualquier otro hecho relevante de carácter político, jurídico, administrativo, técnico, de negociación o económico-financiero no considerado en las categorías previas, por lo que puede considerarse también que dicha lista se presenta a manera de ejemplo.

1.2. Características de la definición de hecho relevante

Las definiciones de hechos relevantes se han sustentado en diferentes características que se han considerado necesarias para dotar a los inversionistas, operadores y, en general, a los partícipes de los mercados, de la información necesaria para salvaguardar la transparencia de los mismos.

La diversidad de los sistemas legales han adoptado definiciones generales, otras más específicas incluyendo aquellas que llegan al detalle de señalar los hechos sensibles o los factores para determinar la importancia de la información relevante en el mercado.

Legislaciones como la de Argentina y Perú exigen de los hechos relevantes una afectación sustancial e importante de la cotización de los valores, lo que lleva implícito que el concepto de relevancia va unido a la materialidad y a la capacidad de afectación que tenga la información.

Otro criterio que se ha considerado en diferentes legislaciones es el efecto que la información tenga sobre la colocación de los valores, situación íntimamente ligada al curso de negociación y precio de los mismos.

¹ En el concepto 2007073511 expedido por la Superintendencia Financiera de Colombia se determinó que la lista de hechos objeto de información relevante resulta taxativa.

Una de las características más importantes para que un hecho sea considerado relevante es la posibilidad que tenga de afectar a la decisión de los inversionistas para comprar, vender, mantener y, en general, para alterar cualquier decisión de inversión. Éste es el caso de países como Ecuador, Panamá, Uruguay y Brasil.

Sobre este punto es pertinente señalar que incluso países como Chile o Colombia exigen que la afectación en las decisiones de inversión se dé sobre sujetos calificados. En el caso chileno, se exige que la información afecte la decisión de una persona juiciosa, mientras que en la normativa colombiana el inversionista debe tener la calidad de experto prudente y diligente.

Igualmente, y en relación con los inversionistas, las normas de países como Brasil, Colombia o Uruguay contemplan en la definición de hecho relevante que éste pueda afectar la capacidad del inversionista de decidir si ejerce los derechos derivados de los valores que posee.

Adicionalmente, en la regulación de países como Brasil, situaciones de carácter político o administrativo, técnico negocial, económico o financiero han sido incluidas en la definición de hecho relevante como características de esta clase de información. Asimismo, en esta legislación se cualifica a los sujetos que producen este tipo de hechos como es el caso de los accionistas controladores, la asamblea general o los órganos de administración y, en el caso boliviano, se incluyen incluso los órganos de control, mientras que en la mayoría de los países no se hace esta distinción.

La implicación que el hecho relevante tenga en el emisor ha sido considerado en la definición por la mayoría de las legislaciones, sin embargo, la regulación boliviana y ecuatoriana contemplan la posibilidad de que esta afectación se extienda a las sociedades vinculadas al emisor.

Finalmente, dentro de la definición de hecho relevante legislaciones como la del Perú califican la importancia de estos hechos en términos de la influencia que pueden ejercer en inversionistas para modificar sus decisiones de inversión.

1.3. Principales hechos catalogados como relevantes

Como se señaló anteriormente, la mayoría de las regulaciones estudiadas han propuesto, con carácter enunciativo, algunos hechos que han de considerarse por los emisores como relevantes para los inversionistas y el mercado.

Los principales hechos relevantes descritos en las normas de los diferentes países se pueden agrupar en tres diferentes categorías: aspectos gerenciales o administrativos, aspectos financieros y aquellos relativos al tema sancionatorio.

- a) **Aspectos gerenciales o administrativos:** los cuales están relacionados con el manejo, la gestión administrativa, incluyendo los temas jurídicos y contractuales. En este grupo encontramos hechos que deben ser revelados a los inversionistas y al mercado en general, tales como: modificaciones al objeto social, cambios importantes en la propiedad accionaria, aumento o disminución del capital social, generación de nuevos productos o servicios, encontrarse inmerso en una causa de disolución, operaciones de reorganización empresarial (fusión, adquisición, edición), celebración de contratos de asociación (*joint ventures*, uniones temporales), contratos de franquicia, apertura de nuevas sucursales y agencias, readquisición de acciones, firma de contratos que establezcan limitación a la distribución de utilidades o a la operación de los órganos de control, cambio de domicilio social, renuncia o remoción de los administradores y/o de los órganos de control, cualquier hecho que obstaculice el normal desarrollo de las actividades del emisor, paralización de labores, reducción de tareas y horas laborales siempre que se afecte la capacidad de producción, acuerdos de reestructuración de pasivo y acuerdos extrajudiciales con acreedores, apertura de concurso, declaratoria de quiebra y convocatoria a las asambleas de accionistas y las decisiones en ellas tomadas.
- b) **Aspectos financieros** tales como: adquisición o enajenación importante de activos, adquisición significativa de pasivos, decisiones sobre inversiones extraordinarias, celebración de operaciones financieras y comerciables considerables, atraso en las obligaciones derivadas de los valores emitidos en el mercado, gravámenes de importancia respecto a los activos, adquisiciones significativas de acciones de compañías listadas, cambio en el valor nominal de las acciones, aprobación de los estados financieros, emisión de acciones y bonos por montos relevantes, redención anticipada de los valores inscritos, decisión de calificar las emisiones, calificaciones dispares sobre un mismo valor en un periodo corto y terminación de los contratos de calificación.
- c) **Aspectos sancionatorios** ligados a las labores de supervisión y al régimen legal punitivo de las sociedades, esto es: procesos judiciales de importancia significativa, suspensión o retiro de la inscripción de los valores del emisor, y sanciones a los administradores o a los órganos de control.

1.4. Condiciones de oportunidad y divulgación de los hechos relevantes

La gran mayoría de las legislaciones consultadas establecen que los hechos relevantes deben revelarse a los inversionistas y al mercado inmediatamente que ocurran. Sin embargo, otras como el caso de la ecuatoriana señalan que esta información deberá hacerse pública dentro de los tres días hábiles siguientes a la ocurrencia del hecho.

En otros países, la oportunidad en la revelación se asocia con la posibilidad que tiene el hecho de afectar al mercado, tal y como sucede con la normatividad venezolana según la cual ciertos hechos deben revelarse de manera inmediata, como es el caso de los embargos sobre los valores en circulación, mientras que otros, como las modificaciones a los estatutos, reorganizaciones empresariales y apertura de sucursales, se deben revelar dentro de los ocho días siguientes a su ocurrencia.

Ahora bien, respecto a los mecanismos de divulgación, países como Colombia, Argentina, Chile y España han establecido medios de envío de los hechos relevantes a través de Internet al organismo de supervisión, asimismo, países como Brasil exigen que este tipo de información se publique en periódicos de amplia circulación, así como en la página web del emisor.

En el caso español, la reciente publicación de la Circular 4/2009 sobre comunicación de información relevante exige que los emisores remitan a la CNMV las comunicaciones de información relevante por vía telemática, salvo que concurren situaciones excepcionales. Las personas físicas o jurídicas distintas de los emisores podrán comunicar información relevante por otros soportes como papel, fax o correo.

Finalmente, mencionar que en Panamá, Uruguay, Argentina, Bolivia, Brasil y El Salvador no se diferencian los conceptos de divulgación y difusión de información relevante, a diferencia de lo que ocurre en Colombia, Chile y República Dominicana.

Así, por ejemplo, la legislación colombiana prevé que ningún emisor puede divulgar a través de medios masivos de comunicación información sobre situaciones objeto de información relevante, sin que *previa o concomitantemente*, tal información se haya revelado al mercado por los mecanismos propios de divulgación de la información relevante, esto es, su publicación en la página web de la Superintendencia Financiera de Colombia².

² Cfr. Artículo 1.1.2.19 de la Resolución 400 de 1995, Parágrafo.

Adicionalmente en Chile: “[...] la divulgación, entendida como publicidad de la información relevante debe efectuarse posterior a su difusión o al momento en que tal información se haga pública a través del sitio web de la Superintendencia de Valores y Seguros y de la Bolsas de Valores. Cabe señalar que los hechos que revistan el carácter de esenciales deben ser remitidos a través del Módulo SEIL (Sistema de Envío de Información en Línea) del sitio web de la Superintendencia y en forma simultánea tal información es enviada a las bolsas de valores del país”.

Por último, en República Dominicana: “Sí existe diferencia entre la divulgación y difusión de la información relevante. El emisor está obligado a divulgar al mercado el hecho relevante, mediante comunicación escrita a la Superintendencia, previo a su difusión por cualquier medio, inmediatamente después de haberse producido o haberse tenido conocimiento del hecho, haberse adoptado la decisión o haberse firmado el acuerdo o contrato con terceros. Una vez remitida la comunicación a la SIV, el emisor deberá difundir esta información en su página de Internet”.

1.5. Información sujeta a reserva

En la mayoría de los países, las normas han establecido la posibilidad para que los emisores dejen de revelar, de manera temporal, ciertos hechos que se consideran como relevantes, cuando exista la posibilidad de que con éstos se afecte el interés del emisor o al mercado de valores.

De manera adicional es importante resaltar que la decisión de darle el carácter de reservado a una información es tan delicada que países como Bolivia o República Dominicana requieren de una mayoría calificada del directorio del emisor para adoptarla. Igualmente en estos países se establece expresamente la responsabilidad de las personas que deciden dar el carácter de reservado a una información, esta responsabilidad puede ser de tipo personal, patrimonial y solidaria.

Más aún, legislaciones como la chilena establecen condiciones para que el carácter reservado de los hechos relevantes pueda ser analizado de manera objetiva. Así, se exige que la información reservada recaiga sobre negociaciones que se encuentren pendientes, dejando claro que el precio de las acciones no constituye un factor que pueda afectar los intereses del emisor.

Por otra parte, es tan importante el manejo que debe darse a la información sujeta a reserva, que legislaciones como la colombiana y la boliviana le han dado a ésta el carácter de privilegiada.

Finalmente, en la mayoría de los casos la información que los emisores consideran como reservada debe remitirse al organismo de supervisión, quien se reserva la facultad de revelarla a los inversionistas y al mercado cuando lo considere necesario.

II. Información sobre estructura de la propiedad del emisor: participaciones significativas; de los directivos, consejo, etc.

La revelación de la información suficiente, oportuna y confiable sobre la propiedad de las entidades constituye un elemento importante a considerar por el mercado al tomar decisiones de inversión. La capacidad de acceder a información concerniente a la concentración en la propiedad de las entidades implica tener conocimiento respecto de quienes tienen influencia significativa en la toma de decisiones, en la marcha de los negocios de las compañías, así como también el respaldo que puedan brindar a éstas en momentos de crisis. Dado lo anterior, para los accionistas es fundamental conocer las variaciones que sufra la propiedad de la entidad, ya que cualquier cambio en la propiedad influirá en los factores mencionados.

Respecto a la revelación de información relativa a la estructura de propiedad de los emisores, se han detectado diferencias en cuanto a los requerimientos y a la profundidad de la información exigida. Sin embargo, se advierte que todos los países valoran la importancia que tiene para los inversionistas conocer quiénes son los principales propietarios de las compañías donde desean invertir o donde ya destinaron sus fondos.

En otro ámbito, diversas regulaciones han procurado establecer mecanismos que obligan a aquellas personas que pueden tener o tienen acceso a información privilegiada a informar sobre sus negociaciones con instrumentos emitidos por las compañías, con el propósito de evitar que tal información sea utilizada en beneficio propio.

La recompra de acciones de propia emisión ha sido una práctica considerada en la mayoría de las legislaciones analizadas, siendo tratada con ciertos matices, habiendo concordancia en que tal práctica sea una decisión de los propietarios, en razón de que éstos son quienes deben evaluar el destino que se dará a los fondos retenidos en las compañías, como alternativa a su reparto como dividendos.

Por último, analizamos algunas de las medidas que se han tomado en los distintos países para aminorar los eventuales inconvenientes que podría causar

la divergencia de intereses entre los propietarios y quienes administran sus recursos, y en general tales medidas tienden a la creación de mecanismos de control de las actividades y funciones de los directivos y ejecutivos principales con el objeto de cerciorarse de que éstos efectivamente están desempeñando la labor que se les ha encomendado, es decir, ocuparse del incremento del valor de la compañía y, en consecuencia, del aumento de los beneficios de quienes aportan el capital.

En general, el análisis muestra que de una u otra manera los países han optado por crear regulaciones que permitan reducir las asimetrías de información, haciendo que los inversores se sientan debidamente informados y protegidos, con la intención de generar mercados más líquidos y eficientes.

2.1. Identificación de accionistas y su participación

La mayoría de las legislaciones obligan a los emisores a presentar antecedentes sobre su propiedad, sin embargo, los estándares de la información exigida difieren entre un país y otro.

Las regulaciones con mayores requerimientos de revelación de información coinciden en solicitar a los emisores, no sólo nómina de sus accionistas con su propiedad accionaria y su actualización periódica, sino también información sobre los cambios en las participaciones de personas que alcanzan un cierto porcentaje de propiedad directa o indirectamente, el que al menos circunda el 5%, y en exigir a los involucrados notificar los objetivos de tales adquisiciones con el propósito de alertar al mercado sobre cualquier alteración en la composición de los principales accionistas, del controlador o de la estructura administrativa de las compañías.

Por ejemplo, en México los emisores deben revelar, en su reporte anual, el detalle de la posición de los accionistas al cierre del periodo. Adicionalmente, la normativa establece una serie de exigencias de información que debe ser proporcionada por los emisores y las personas involucradas en las transacciones, en caso de adquisiciones de valores y de ofertas públicas de compra de valores, en este sentido, se exige que toda persona o grupo de personas que manteniendo menos del 10% del capital social de una emisora, adquiera acciones de la misma y que tenga como resultado una participación mayor al 10% y menor al 30%, debe comunicar tal circunstancia al organismo regulador y a la bolsa de valores respectiva, a más tardar el día hábil siguiente de su realización.

Del mismo modo, en Chile los emisores, aparte de estar obligados a remitir a la Superintendencia trimestralmente el listado de accionistas informando la participación de cada uno, de informar todas las transacciones de acciones efectuadas por los accionistas mayoritarios y los cambios en el control, en el reporte que deben preparar anualmente los emisores o memoria anual, se debe identificar a los controladores de la sociedad (persona natural o jurídica), informando el porcentaje controlado directa e indirectamente por el controlador y por cada uno de los miembros, detallando a las personas naturales que están detrás de las personas jurídicas. Adicionalmente, en el mismo reporte anual, se debe identificar a las personas naturales o jurídicas distintas de los controladores, que posean directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, acciones o derechos que representen el 10% o más del capital de la entidad, y a aquellas que posean menos de un 10% del capital, cuando en conjunto con su cónyuge y/o parientes posean más de dicho porcentaje, ya sea directamente o a través de personas jurídicas.

A diferencia del patrón anterior, en otras legislaciones no requieren revelar periódicamente información específica sobre los “controladores del emisor”, pero sí exigen identificar a los accionistas que poseen una participación relevante, la que en general supera el 10%, lo que contribuiría a identificar a los controladores siempre que también se requiriera informar si existen accionistas relacionados. Por último, otras regulaciones sólo solicitan la identificación de los propietarios al momento de la inscripción de la entidad, información que debe ser actualizada cada vez que se presente alguna variación.

2.2. Participación de personas relacionadas al emisor

Ciertos países han establecido requerimientos específicos de información aplicados a personas que participan o tienen influencia en la administración de los emisores, exigiéndoles revelar en detalle las transacciones efectuadas de valores emitidos por las compañías con las cuales están relacionadas, e incluso si sus adquisiciones obedecen a la intención de adquirir el control. El requerimiento anterior está orientado a evitar prácticas de uso de información privilegiada, es decir, a evadir la posibilidad de que personas, con mayor acceso a información del emisor que el resto del mercado, la utilicen para su propio beneficio. En todos los países, en los cuales sean sancionadas las prácticas asociadas al uso de información privilegiada es fundamental que la información sobre

transacciones de valores de personas relacionadas sea revelada, al menos, a los organismos reguladores.

En países tales como Portugal, Chile y Brasil existen regulaciones específicas que se aplican a las personas relacionadas al emisor, relativas a la revelación de transacciones de valores del mismo, las cuales obligan a informar de toda transacción efectuada a su nombre o de terceros, de la fecha, el volumen, el precio y la participación alcanzada por el titular a consecuencia de la operación.

En Portugal, los miembros de los órganos de administración y de fiscalización del emisor y a aquellos, que no siendo miembros de tales órganos, regularmente tienen acceso a información privilegiada y participan en las decisiones sobre la estrategia de la gerencia y del negocio, así como los controladores del emisor y personas relacionadas a éstos, deben informar al organismo regulador sobre toda transacción de valores emitidos o relacionados al emisor, efectuada por cuenta propia o de terceros o por éstos mismos. La comunicación debe contener la naturaleza de la transacción, la fecha en que se efectuó, precio, volumen, el porcentaje que representa del emisor y el número de acciones de que el adquiriente pasa a ser titular. En este país la regulación también contempla una clara definición de quiénes son consideradas personas relacionadas a los miembros de los órganos mencionados, comprendiéndose entre ellos a su cónyuge o persona con quien viva hace más de un año, los descendientes a su cargo u otros familiares con quien cohabite hace más de un año, y cualquier entidad directa o indirectamente controlada por él, creada por él o de la que sea miembro de la administración.

En Chile, las personas que directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas posean el 10% o más del capital suscrito de una sociedad anónima abierta, o que a causa de una adquisición de acciones lleguen a tener dicho porcentaje, como asimismo los miembros de la administración, tanto directores, gerentes y ejecutivos principales, deben informar a la Superintendencia y a las bolsas de valores de toda adquisición o enajenación que efectúen de acciones de esa sociedad. Igual obligación regirá respecto de toda adquisición o enajenación que efectúen de contratos o valores cuyo precio o resultado dependa o esté condicionado, en todo o en parte significativa, a la variación o evolución del precio de dichas acciones. Adicionalmente, en la misma comunicación, los accionistas mayoritarios deben informar si las adquisiciones que han realizado obedecen a la intención de adquirir el control de la sociedad o sólo tienen el carácter de inversión financiera. Tal información debe remitirse, a más tardar, al día siguiente que se ha materializado la operación, a través de SEIL o sistema de envío de información en línea, implementado por la Superintendencia.

Al igual que en Portugal, la legislación chilena establece claramente a quienes se consideran personas relacionadas a una sociedad, cumpliendo con esta característica las entidades del grupo empresarial al que pertenece la sociedad; las personas jurídicas que tengan, respecto de la sociedad, la calidad de matriz, coligante, filial o coligada; quienes sean directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales o liquidadores de la sociedad, y sus cónyuges o sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad, así como toda entidad controlada, directamente o a través de otras personas, por cualquiera de ellos, y toda persona que, por sí sola o con otras con que tenga acuerdo de actuación conjunta, pueda designar al menos un miembro de la administración de la sociedad o controle un 10% o más del capital o del capital con derecho a voto, si se trata de una sociedad por acciones.

En Brasil, los directores, los miembros del consejo de administración, del consejo fiscal y de cualquier órgano con funciones técnicas o consultivas están obligados a informar a la compañía la posesión y las negociaciones realizadas con valores mobiliarios emitidos por la propia compañía, por sus controladoras o controladas, en estos dos últimos casos, siempre que se trate de compañías abiertas. Las personas referidas deben informar además los valores mobiliarios que sean de propiedad de: el cónyuge del cual no esté separado judicialmente; compañero; cualquier dependiente incluido en su declaración anual de impuesto sobre la renta y sociedades por ellas controladas directa o indirectamente. La comunicación además de identificar al involucrado, los valores y sus precios, deberá precisar la propiedad mantenida antes y después de la negociación.

2.3. Comunicación de pactos parasociales

Los pactos parasociales podrían referirse a acuerdos entre los accionistas que restrinjan o regulen su derecho a voto en las juntas o condicionen la libre transferencia de las acciones.

A modo de ejemplo, ciertos pactos podrían constituir “acuerdos de actuación conjunta” que pueden implicar o no un control de la sociedad si se tiene mayoría en junta de accionistas. Se puede dar también para sesiones de Directorio, en este caso puede derivar en el control de la compañía, si los miembros del pacto reúnen la mayoría de votos de directorio. Principalmente, en este tipo de pactos cobra relevancia el hecho de que sean conocidos por el resto de los accionistas, por el mercado y por los organismos reguladores, ya que sin tener

conocimiento de ellos, es probable que los grupos de controladores de las entidades fiscalizadas pasen inadvertidos.

En cuanto a las restricciones a la libre sesión de acciones, al menos éstas deberían ser conocidas por los accionistas, cuando la limitación influya en la posibilidad de acceder a nuevas acciones que un miembro del pacto desee enajenar, ya que en general este tipo de pactos generan un “derecho a adquisición preferente” por parte de los contrayentes.

En términos generales, es usual que las regulaciones de los países iberoamericanos requieran a sus fiscalizadas, información relativa a esta materia.

En la mayoría de los casos se solicita informar todos los acuerdos entre accionistas que tengan alguna incidencia en el control del emisor y los que limiten la transferencia de acciones de la sociedad. Asimismo, se procura que esta información se vaya actualizando a través del tiempo, cada vez que ocurre algún cambio importante en la participación de los accionistas o ingresen nuevos inversores en la propiedad de las entidades.

Por ejemplo, en Portugal los acuerdos parasociales que tienen como objetivo adquirir, mantener o alcanzar una participación determinada en la sociedad deben ser comunicados al organismo regulador por cualquiera de los participantes.

Asimismo, en Argentina se debe informar de todo pacto o convenio celebrado entre accionistas cuyo objeto sea influir en el control de una sociedad, limitar la transferencia de acciones o valores negociables y que, en general, tengan como propósito ejercer una influencia dominante en las sociedades.

Igualmente, en Chile en el informe anual que deben presentar la sociedades fiscalizadas, además de la identificación del controlador, debe señalarse si entre los miembros del grupo controlador existe algún acuerdo de actuación conjunta, y se exige que todo pacto de accionistas que permita a sus integrantes la obtención del control sea comunicado por éstos al organismo regulador y a las bolsas de valores, tan pronto el hecho ocurra. Tal comunicación debe contener las características de acuerdo e identificación de las personas naturales que integran el pacto. Adicionalmente, se requiere al controlador o a su representante informar de los cambios en las personas o en el agente a través del cual se ejerce el control, por lo que, en caso de que algún accionistas ingrese o deje de ser miembro del pacto, deberá informarse de esta situación. En relación a los pactos que regulan la libre cesión de acciones, la legislación chilena establece que éstos deben ser depositados en la compañía a disposición de los demás accionistas y terceros autorizados y se que se debe hacer referencia a ellos en el registro de accionistas.

También se observan ciertas particularidades, es así como en Panamá se dispone que cualquier pacto entre accionistas, deba estar contemplado en los Estatutos del emisor, mientras que en otras legislaciones no existen disposiciones al respecto.

2.4. Información sobre los controladores

La identificación de los principales accionistas de una entidad no necesariamente implica la individualización de quienes tienen influencia en la gestión de ésta. Dado lo anterior, se hace imprescindible que se exija expresamente a los emisores revelar esta información, principalmente cuando se trata de entidades cuyos accionistas no poseen el porcentaje suficiente para que, conforme a la legislación de cada país, sean considerados como controladores, en estos casos la revelación de la existencia de pactos de actuación conjunta contribuye a transparentar estas situaciones.

2.5. Informaciones sobre la compra de acciones por parte del propio emisor (autocartera)

La compra de acciones por parte del propio emisor ha sido un elemento abordado en la legislación de varios países iberoamericanos ya que, en cierta medida, constituye un mecanismo que favorece a los emisores, principalmente si tales adquisiciones tienen por objeto estabilizar la cotización de los valores, utilizar las acciones para efectuar algún pago, e incluso para entregarlas a sus propios trabajadores, en virtud de un plan de compensación.

Por otro lado, las recompras de acciones propias podrían interpretarse como señales para el mercado, que daría el propio emisor respecto a su desempeño futuro, considerando que son los administradores de una sociedad quienes mejor conocen su negocio y las proyecciones de ésta, por lo que podría esperarse que una recompra de acciones en momentos en que el precio de cotización sea bajo estaría asociada a las expectativas de la sociedad de una recuperación de sus cotizaciones.

En general, entre los países iberoamericanos que han desarrollado este tema se observa una similitud esencial relativa a la necesidad de que tal operación sea producto de un acuerdo de los accionistas, y por tal razón a ellos comunicado, es

así como en Colombia, México, Costa Rica y Ecuador está permitido adquirir acciones de propia emisión únicamente por decisión de los accionistas. En la legislación colombiana, para el caso de las sociedades anónimas, diferentes de aquellas que pertenecen al sector financiero, que tengan acciones inscritas o bonos obligatoriamente convertibles en acciones inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores³, la readquisición está condicionada a que se realice por mecanismos que garanticen la igualdad de condiciones de todos los accionistas, adicionalmente, el precio de readquisición se fija con base en un estudio realizado de conformidad con procedimientos reconocidos técnicamente.

En Brasil, aunque no se requiere la aprobación de los accionistas para efectuar recompra de acciones de propia emisión, los estatutos del emisor deben permitirlo u otorgar poder a la administración para autorizar este procedimiento. No obstante, se prohíbe expresamente el ejercicio de este tipo de operaciones, entre otras situaciones, cuando está relacionada a una reducción de capital.

En Chile se observa otra particularidad, la legislación de este país, además de permitir, sólo a sociedades anónimas que tengan transacción bursátil, la adquisición de acciones de propia emisión por acuerdo de al menos los dos tercios de las acciones con derecho a voto, admite tal hecho ante el ejercicio del derecho a retiro por parte de los accionistas y, a diferencia de lo planteado por la legislación brasileña, se permite tal operación en caso de disminuciones de capital provenientes de una reforma de estatutos.

En ciertos países se perciben algunas limitaciones a los porcentajes de tenencia de acciones propias, es así como, por ejemplo, en Brasil las compañías no pueden mantener más del 10% de cada clase de acciones en circulación, incluyendo aquellas que se encuentran en poder de sociedades controladas y de coligadas. Para estos efectos se entiende por acciones en circulación todas las acciones representativas de capital de la compañía menos las de propiedad del accionista controlador. Del mismo modo, en Chile ninguna sociedad podrá mantener en cartera acciones de propia emisión, representativas de un monto superior al 5% de sus acciones suscritas y pagadas, obligando a enajenar los excesos en 90 días contados desde su adquisición. Por otro lado, en este país las acciones adquiridas por decisión de una junta de accionistas deben ser enajenadas por la sociedad dentro de un plazo máximo de 24 meses, a contar desde su adquisición, y de 5 años cuando las acciones se hayan adquirido para cumplir un programa o

³ Registro que tiene por objeto inscribir las clases y tipos de valores, así como los emisores de los mismos y las emisiones que éstos efectúen.

plan de compensación a trabajadores de la sociedad, si así no se hiciere, el capital quedará disminuido de pleno derecho. También en Costa Rica se prohíbe que una sociedad sea dueña de más del 50% de su propio capital, y si transcurrido un año desde la adquisición, la sociedad no ha enajenado sus propias acciones, deberá reducir su capital proporcionalmente a los títulos que posea.

La normativa mercantil española limita el porcentaje de acciones propias poseídas por la sociedad dominante y sus filiales en el 20%, salvo para las sociedades cotizadas que se reduce al 10%. No obstante, existen excepciones que dependen de cómo se ha producido la adquisición de las acciones

Igualmente, en los países señalados, los legisladores han procurado dejar claramente establecido que mientras las acciones se encuentren en poder de la sociedad emisora, sus derechos inherentes quedan suspendidos, no pudiendo ser representadas ni votadas en las asambleas, ni ejercitar derechos sociales o económicos de ningún tipo, salvo excepciones, como en el caso de España donde los derechos económicos de las acciones propias se atribuyen proporcionalmente al resto de las acciones salvo del derecho a la asignación gratuita de nuevas acciones.

Algunas legislaciones, como la mexicana y la chilena, contemplan la posibilidad de efectuar estas adquisiciones a través de ofertas públicas. En México se obliga a efectuar una oferta pública de compra cuando el número de acciones que se pretenda obtener en una o varias operaciones, dentro de un lapso de 20 días hábiles, sea igual o superior al 3% de las acciones en circulación de la emisora. En el caso chileno, la Ley otorga esta opción sin expresar límites, sin embargo, hay que considerar la limitación mencionada previamente relativa a que ninguna sociedad podrá mantener en cartera acciones de propia emisión, representativas de un monto superior al 5% de sus acciones suscritas, por lo que extrañamente la oferta se efectuaría por un porcentaje mayor.

Excepcionalmente, en El Salvador y Bolivia, las legislaciones prohíben las adquisiciones de acciones de propia emisión, salvo por adjudicación judicial.

En cuanto a la publicidad, en general, las regulaciones que permiten este tipo de operaciones obligan a hacer públicas las decisiones de la administración de proceder a efectuarlas, a través de una comunicación como hecho relevante u otra vía indirecta, tal y como sucede en el caso chileno, ya que a pesar de que la Superintendencia no ha establecido disposiciones específicas sobre la publicidad de este tipo de decisiones, las razones que hacen posible las recompras de acciones implican proporcionar información a los accionistas o efectuar la publicación de avisos, que indirectamente comunican al mercado sobre esta práctica.

2.6. Conflictos de interés del emisor: consejo y sus directivos/accionistas

Los conflictos de interés entre los accionistas y directivos ha sido un tema ampliamente tratado en diversos estudios, y ha tenido gran influencia en las legislaciones orientadas a la defensa de los intereses de los accionistas. Tal problema aparece ante la divergencia de objetivos entre los accionistas y quienes dirigen la empresa o la administran. En general, este problema cobra relevancia ante empresas cuya propiedad se encuentra muy dispersa, y donde la mayoría de los accionistas por sí solos no alcanzan a reunir los votos suficientes para alcanzar una representación en los cuerpos directivos.

Los legisladores de alguna forma han tratado de mitigar este problema creando una serie de normas que implican un mayor control de las labores de los directivos, requiriendo la creación de diversos comités o consejos que apoyen a la administración y supervisen su desempeño y, al mismo tiempo, exigiendo a los directores y ejecutivos principales que informen sobre sus decisiones y actuaciones a los accionistas y al mercado en general.

Por ejemplo, en Argentina los estatutos sociales deben contener normas que obliguen a los directores a informar acerca de sus intereses personales vinculados con las decisiones que les sean sometidas, a fin de evitar conflictos de interés, y el directorio está obligado a evaluar su propia gestión estableciendo criterios para la medición de su desempeño.

En Colombia se obliga a los representantes legales a entregar un informe a la asamblea general de accionistas, sobre el desempeño de los sistemas de revelación y control de la información financiera. Además, deben rendir cuentas ante un comité de auditoría, un revisor fiscal y a la junta directiva, sobre los inconvenientes que hayan afectado la calidad de la información financiera.

En Panamá, los directivos deben establecer un plan de control interno y, conjuntamente con otros ejecutivos, deben presentar anualmente una declaración jurada certificando, entre otros cumplimientos, ser responsables de los controles internos en la empresa y haber revelado a los auditores externos cualquier deficiencia en esos controles o fraude que involucre la administración o los empleados relacionados a la ejecución de los controles internos.

Igualmente en México, la regulación ha instaurado mecanismos de control para la administración obligándolos a presentar a la asamblea de accionistas informes relativos a su actuación.

En Bolivia, la legislación ha sido un poco más rigurosa al respecto. En este caso, la fiscalización interna de las sociedades está a cargo de uno o más síndicos,

accionistas o no, designados por los propios accionistas, los minoritarios tienen derecho a designar síndicos, no obstante, en caso de ser dos las personas que ocupen este cargo, uno de ellos necesariamente debe ser elegido por los minoritarios.

En Chile, la ley manifiesta expresamente el tema en cuestión, limitando de cierta forma la eventual existencia de conflictos de interés entre directores y accionistas señalando que los directivos deben emplear en el ejercicio de sus funciones el cuidado y diligencia que emplearían ordinariamente en sus propios negocios. Al igual que en las otras legislaciones, en este país la regulación se ha encargado de forzar a los emisores a crear mecanismos de control, es así como, entre otras medidas, las sociedades que alcanzan un cierto patrimonio bursátil y un porcentaje relevante de su propiedad se encuentra en manos de accionistas minoritarios, están obligadas a designar al menos a un director independiente y un comité de directores. Dicho comité debe estar integrado por tres miembros, la mayoría de los cuales deben ser independientes, entendiéndose por tales a los directores que cumplen con condiciones de independencia económica, profesional y familiar respecto de la sociedad, de las demás sociedades del grupo, así como de sus principales proveedores y clientes. Entre otras obligaciones, el comité debe examinar los informes de los auditores externos e información financiera presentados por los administradores a los accionistas, pronunciarse respecto de ellos antes de que éstos sean presentados a los accionistas para su aprobación, y examinar las operaciones de la sociedad con sus relacionados o aquéllas en que los directores hayan tenido algún interés. Adicionalmente, se otorga la facultad a la junta de accionistas para nombrar a los auditores externos independientes para examinar la información financiera de la sociedad.

La concentración de la propiedad también contribuye a reducir los conflictos de interés, en cuanto a que tal circunstancia otorga a los propietarios la facultad de elegir directivos y, por lo tanto, representar sus intereses en la administración. Pero esta situación podría implicar que las decisiones de los directivos se vean sesgadas por los intereses de quienes los eligieron, lo que es contrario a la función que, en teoría, deben cumplir los administradores que consiste en velar por el incremento de valor de la empresa favoreciendo a la totalidad de sus propietarios.

Ante este hecho los legisladores han puesto especial atención tratando de definir explícitamente cuál es la función que deben desempeñar las personas que ocupan estos cargos. Es así como, por ejemplo, en la regulación mexicana

se precisa que “los miembros del consejo de administración desempeñarán su cargo procurando la creación de valor en beneficio de la sociedad, sin favorecer a un determinado accionista o grupo de accionistas”, y en la chilena se advierte que “los directores elegidos por un grupo o clase de accionistas tienen los mismos deberes para con la sociedad y los demás accionistas que los directores restantes, no pudiendo faltar a éstos y a aquélla a pretexto de defender los intereses de quienes los eligieron”.

2.7. La relevancia de los instrumentos financieros derivados con liquidación financiera en el régimen de divulgación de participaciones significativas

Funciones y objetivos inherentes a los deberes de transparencia en relación a participaciones significativas

En general, suelen identificarse tres objetivos principales del régimen de transparencia sobre participaciones significativas: 1) promover la eficiencia de los mercados de valores mobiliarios; 2) favorecer la resolución de problemas de agencia en el contexto del gobierno de las sociedades cotizadas; y 3) mejorar la transparencia de transacciones realizadas por *insiders*.

La información sobre la “estructura de voto” de una sociedad contribuye a la eficiente determinación de los precios de las acciones. En efecto, la divulgación obligatoria sobre participaciones significativas constituye “información fundamental” —entendida como información que ayuda a prever con mayor precisión *cash flows* futuros— y, de forma simultánea, es un instrumento para la divulgación de otra información fundamental al mercado.

La información sobre la “estructura de voto” que existe en una sociedad es esencial en la medida en que los *cash flows* futuros pueden variar dependiendo de quién controle la sociedad. Diferentes estructuras de voto determinan impactos diferenciados en el valor de las acciones: la divulgación obligatoria de participaciones significativas permite que los inversores puedan formarse una opinión fundamentada.

Además, la “utilidad relativa” de cada voto puede tener implicaciones en el valor de la acción. Este caso se presenta, por ejemplo, ante estructuras de voto con gran dispersión en las que determinados votos, al poder ser determinantes en una pugna por la obtención del control, implican una revalorización de las

acciones correspondientes. Por lo demás, si la información sobre el control de la estructura de voto es información fundamental, igualmente lo será la información relativa a los cambios potenciales de dicho control.

Para la eficiencia del mercado no sólo importa en la transparencia sobre la estructura de voto, sino también sobre los movimientos de capital de una sociedad. Esta cuestión asume una particular importancia en aquellos casos en que se produce un alejamiento de la regla “*one share one vote*” y también es relevante para que el mercado pueda calcular el *free float* de una sociedad. La divulgación de información sobre movimientos de voto/capital acelera el proceso a través del cual la misma información se incorpora en el precio de las acciones.

En rigor, también las posiciones cortas contribuyen a la eficiencia del mercado, sin embargo, en relación a este punto se debe tener cierta cautela. Aunque una mayor transparencia sobre *short selling* acelere el proceso de incorporación de información fundamental en el precio de las acciones, pueden existir causas externas que impidan al mercado funcionar de modo más eficiente, en particular, el hecho de que los inversores no actúen necesariamente de modo racional. Además, hay que considerar el peligro de que mayores deberes de transparencia puedan reducir las ganancias de las transacciones realizadas basadas en información aún no incorporada en el precio de las acciones, lo que acaba por desincentivar la búsqueda de esa información fundamental.

Un grado apropiado de transparencia de participaciones significativas permite a los inversores anticipar y, lo que es más importante, reducir costes de agencia. Por un lado, facilita el *enforcement* de los derechos de los agentes y, por otro, desempeña una función de educación de los inversores.

Respecto a la cuestión del *enforcement*, los deberes de transparencia de participaciones significativas son: 1) mecanismos de divulgación *ex ante* de potenciales agentes titulares de información privilegiada (se subraya el papel complementario de la Directiva de Transparencia ante la Directiva del Abuso de Mercado, ya que a través de las participaciones significativas se identifican accionistas que, a pesar de no ser incluidos en la lista de *insiders*, pueden tener acceso a información privilegiada); 2) mecanismos de divulgación *ex ante* de potenciales agentes capaces de realizar transacciones con la sociedad en beneficio propio y en perjuicio de ésta y de los restantes accionistas; 3) instrumentos que facilitan la materialización del mercado de control societario.

El impacto de las innovaciones financieras en el régimen comunitario

Recientemente se han multiplicado, en diversas jurisdicciones, los casos de *hidden (morphable) ownership* y de *empty voting*, según la terminología establecida por Henry Hu y Bernard Black⁴. La cuestión es la utilización de modernos medios de ingeniería financiera en esquemas tradicionales de testafarro que pretenden, recurriendo a instrumentos financieros derivados, ocultar la titularidad de un accionista, normalmente en un escenario de discusión del control sobre una sociedad, es decir, en la antecámara de una OPA.

La titularidad escondida o “hidden ownership” existe cuando los inversores se benefician de la exposición económica a determinadas acciones superior al número de votos que poseen. Se habla igualmente a este respecto de titularidad mutable o “morphable ownership”, en la medida en que se reconozca la posibilidad de que los inversores en cuestión puedan, de hecho, en caso de necesidad, adquirir o controlar el ejercicio de los derechos de voto correspondientes a la totalidad de su exposición económica. De forma simétrica, se define “empty voting” como la situación en que determinado inversor detenta más votos de lo que correspondería a la exposición económica a las acciones. Es la situación típica en que participan los testafarros.

La problemática inherente a la titularidad escondida se ha suscitado en un conjunto de casos relevantes, en diferentes jurisdicciones. A continuación se citarán algunos de ellos.

El mediático caso “Volkswagen/Porsche” se refiere a la divulgación hecha por Porsche, en octubre de 2008, mediante la que se informaba del aumento de su participación social en Volkswagen del 35% al 42,6%, y de la celebración de un número particularmente significativo de contratos de opción de compra de acciones de Volkswagen, con liquidación financiera (“cash-settled call options”), lo que le permitía aumentar su participación en Volkswagen hasta el 74,1%.

⁴ Henry Hu/Bernard Black, “Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, pp. 343-367, 2007; ECGI - Law Working Paper n.º. 56/2006; McCombs Research Paper Series n.º. FIN-02-06; U of Texas Law, *Law and Econ Research Paper* n.º. 53, disponible en <http://ssrn.com/abstract=874098>; “The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”, *Southern California Law Review*, vol. 79, pp. 811-908, 2006; University of Texas Law, *Law and Econ Research Paper* n.º. 53, disponible en <http://ssrn.com/abstract=904004>; “Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms”, *Business Lawyer*, vol. 61, pp. 1011-1070, 2006; *European Corporate Governance Institute - Law Research Paper* No. 64/2006; *University of Texas Law, Law and Economics Research Paper* n.º. 70, disponible en <http://ssrn.com/abstract=887183>; “Debt, Equity, and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications”, *U of Texas Law, Law and Econ Research Paper* No. 120; *European Financial Management Journal*, vol. 14, 2008; ECGI - Finance Working Paper Series No. 207/2008; McCombs Research Paper Series, disponible en <http://ssrn.com/abstract=1084075>; y “Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions”, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 156, pp. 625-739, 2008; U of Texas Law, *Law and Econ Research Paper* n.º. 122, disponible en <http://ssrn.com/abstract=1030721>.

Igualmente significativo, y también ocurrido en Alemania, es el caso Continental AG vs. Schaeffler. En verano de 2008, el Grupo Schaeffler, con vistas a la preparación del lanzamiento de una OPA parcial, destinada a la adquisición de una participación no mayoritaria en el capital de Continental AG, comunicó la propiedad de una “participación” del 36% en Continental, que incluía: 1) la titularidad directa del 3,06% de derechos de voto; 2) un Total Return Equity Swap Agreement con el Royal Bank of Scotland, relativo al 4,85% de las acciones de Continental, con liquidación física; y 3) un conjunto de *total return equity swap agreements*, celebrados con ML, con liquidación financiera, correspondientes a aproximadamente un 28% de las acciones de Continental.

En Italia se registró el caso FIAT/IFIL/EXOR, que actualmente está siendo objeto de apreciación en los tribunales italianos. El *modus operandi* fue similar. IFIL/EXOR celebraron con ML diversos *total return equity swap agreements* con liquidación financiera. A su vez, ML cubrió su posición celebrando, con otras entidades, nuevos *total return equity swap agreements*, que podían ser liquidados físicamente, a pedido de ML. La Comisión de Valores italiana, CONSOB, consideró que el complejo entramado contractual en cuestión, comprendía implícitamente una opción de compra en beneficio de IFIL/EXON.

En EEUU destaca el caso CSX/TCI (“The Children’s Investment Fund”), discutido en el U.S. District Court for the Southern District of New York y en el respectivo tribunal de apelación⁵. Una vez más, se discutió la cuestión de la relevancia de la exposición a beneficios económicos en acciones para la determinación de participaciones significativas. TCI celebró un conjunto de *total return equity swap agreements*, con liquidación financiera, pero sin ningún tipo de derechos contractuales o reales (*in rem*) sobre las acciones CSX. En la interesante sentencia quedó demostrado que los intermediarios financieros que actúan como contrapartes, típicamente adquieren un porcentaje o la totalidad de las acciones implicadas en el *swap*. Cuando no lo hacen directamente, las contrapartes primarias realizan la cobertura de su riesgo mediante la contratación de nuevos *total return equity swap agreements* con otras contrapartes, las cuales adquieren un porcentaje o la totalidad de las acciones implicadas en el *swap*. En suma, siempre hay alguien que adquiere, total o parcialmente, las acciones objeto del *total return equity swap agreement*.

⁵ Cfr. U.S. District Court for the Southern District of New York, 11 June 2008, Case 1:08-cv-02764-LAK, confirmado por el Summary Order of the United States Court of Appeal for the Second Circuit, 15 September 2009, Case 08-2899-cv, disponible en: <http://www1.nysd.uscourts.gov/cases/show.php?db=special&id=79>.

Asimismo, la sentencia consideró probado que los intermediarios que actúan como contrapartes en *total return equity swap agreements* típicamente votan, a través de las acciones de que son titulares formales, en interés de sus clientes. Lo hacen considerando intereses propios asociados a la conservación de buenas relaciones comerciales presentes y futuras con sus clientes.

En Portugal, la propia Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios (CMVM) consideró, en el caso Semapa/Portucel (2004), que la celebración conjunta de contratos de opción de compra y de venta puede significar materialmente la transferencia de los riesgos y beneficios económicos inherentes a una participación social, siendo este último el criterio relevante en la aplicación de la cláusula de imputación relativa a la detención por cuenta de terceros.

La Directiva de Transparencia se ocupa de la cuestión de la titularidad escondida en dos puntos. En primer lugar, en el Artículo 10 g), a propósito de la detención en nombre propio, pero por cuenta de terceros. En segundo lugar, la Directiva de Transparencia, en su Artículo 13 amplía la obligación de notificación de participación significativa a las personas que detentan instrumentos financieros que les confieran derecho a la adquisición, exclusivamente por iniciativa propia, en el ámbito de un acuerdo formal, de acciones ya emitidas de un emisor cuyas acciones estén admitidas a negociación en mercado regulado y que tengan asociados derechos de voto.

El Artículo 11 de la Directiva de Transparencia de nivel 2 (Directiva 2007/14/CE) concreta cuáles son estos instrumentos financieros. Allí se determina que los valores mobiliarios, opciones, futuros, swaps, contratos a plazo sobre tipo de interés, y cualesquiera otros contratos sobre instrumentos derivados mencionados en la sección C del Anexo I de la Directiva 2004/39/CE (DMIF), son considerados instrumentos financieros, siempre que confieran el derecho a la adquisición, exclusivamente por iniciativa propia, por razón de un acuerdo formal, del titular de acciones a las que estén asociados derechos de voto, ya emitidas, de un emisor cuyas acciones se negocien en un mercado regulado. Para que esta regla sea aplicable, el titular del instrumento debe gozar, en el plazo de vencimiento, ya sea del derecho incondicional a la adquisición de las acciones subyacentes, ya de la opción en lo que respecta al derecho de adquirir o no esas acciones. Por acuerdo formal se entiende un acuerdo vinculante con arreglo al derecho aplicable.

Analizando el régimen comunitario vigente —la Directiva de Transparencia—, se concluye que en la definición de los diversos criterios que permiten la identificación del beneficiario económico final de determinada participación (los diversos apartados del Artículo 10), genéricamente prevalece la materia sobre la forma.

Sin embargo, existen dos excepciones relevantes en lo que se refiere a: 1) la definición de actuación concertada, y 2) la utilización de instrumentos financieros derivados. En ambos casos la Directiva de Transparencia sigue un enfoque puramente formal.

En efecto, para que sea aplicable el criterio de imputación relativo a la actuación concertada previsto en la Directiva de Transparencia es necesario probar la existencia de un acuerdo, conforme al cual las partes se obligan a adoptar, a través del ejercicio concertado de los derechos de voto respectivos, una política común y duradera relativa a la gestión de la sociedad.

De forma semejante, también en el Artículo 13, la Directiva de Transparencia únicamente comprende los instrumentos financieros derivados que confieran el derecho a la adquisición o venta de las acciones subyacentes.

En relación a los instrumentos financieros derivados con liquidación financiera (no cubiertos por la Directiva de Transparencia), existe la posibilidad de que la utilización de dichos instrumentos pueda, efectivamente, configurar una situación de detención de acciones por cuenta de terceros, ya cubierta por la Directiva de Transparencia. Sin embargo, independientemente de esta interpretación, actualmente existe consenso en cuanto a la conveniencia de prever deberes de transparencia genéricos sobre la detención de posiciones económicas largas en acciones, independientemente de la naturaleza del instrumento jurídico utilizado. La justificación para ello se deriva del entendimiento de que los casos de *hidden (morphable) ownership* y de *empty voting* contribuyen a impedir el cumplimiento de los objetivos del régimen comunitario de transparencia de participaciones significativas.

En cuanto a la eficiencia de la formación de los precios, en casos de *hidden ownership* 1) se distorsiona la información sobre la estructura de voto, así como sobre sus sucesivas modificaciones; 2) se perjudica la transparencia sobre los movimientos de capital; y 3) se impide una cabal percepción sobre la dimensión del free float.

Por lo que se refiere a la relación entre las situaciones de *hidden ownership* y los objetivos reguladores relativos al gobierno de las sociedades, debe recordarse que un nivel adecuado de transparencia sobre los intereses económicos presentes en la estructura de capital de las sociedades cotizadas, facilita el *enforcement* de las prohibiciones de transacciones con base en información privilegiada y, de forma más general, de la prohibición de las prácticas de abuso de mercado, habiendo sido éste el razonamiento de la reciente intervención de los supervisores mundiales en torno al *short selling*.

La falta de reglas en el ordenamiento vigente sobre las situaciones de *empty voting* —en las que los derechos de voto detentados por un accionista exceden los correspondientes intereses económicos— es aún más chocante. En efecto, a pesar de no cubrir todos los casos que idealmente debería contemplar (en particular, los instrumentos financieros derivados con mera liquidación financiera), la Directiva de Transparencia en vigor incluye normas destinadas a identificar los derechos de voto imputables a una determinada persona, incluso cuando estén escondidos en la titularidad de terceros. En cambio, la Directiva de Transparencia no incluye ninguna norma relativa a la mera detención de intereses económicos, cuando no esté acompañada de la adquisición o imputación de valores representativos de capital o de derechos de voto.

Esta multiplicidad de casos ha llevado ya a diversas intervenciones legislativas o iniciativas reguladoras (Reino Unido, Suiza, Australia, Hong Kong, Francia, Portugal y Holanda). Precisamente en respuesta al problema anteriormente identificado, el propio Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) planteó a consulta pública, en enero de 2010, una propuesta de extensión del deber de comunicación de participaciones significativas a instrumentos financieros con efecto económico similar a la detención de acciones, esperándose que el problema vuelva ser tratado en el marco de la revisión de la Directiva de Transparencia, programada para 2011.

III. Otras informaciones: gobierno corporativo, difusión y publicidad

3.1. Regulación del gobierno corporativo. Normativa o recomendaciones

La aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo debe ser en los próximos años el factor a consolidar para lograr un mayor desarrollo y fortalecimiento del mercado de capitales al abrirse un escenario más propicio para iniciar un proceso de desarrollo económico que necesitará de fuentes de financiamiento de largo plazo.

Existen numerosos análisis empíricos donde se muestra que aquellas compañías que han adoptado prácticas de buen gobierno son mejor valoradas por el mercado, tienen un menor costo de financiamiento y logran una mayor rentabilidad. Esto motiva, consecuentemente, a que un mayor número de potenciales inversores se interesen en sus títulos y se les facilite el acceso al crédito, no sólo

a las grandes corporaciones, sino también, y con mayor énfasis, a las pequeñas y medianas empresas.

En los últimos años se han elaborado varios modelos de códigos de gobierno corporativo. Estos modelos y su evolución son parámetros que seguramente deberá tener en cuenta la legislación especialmente en América Latina, puesto que la adecuación al marco internacional será un factor a ser considerado por los inversores internacionales a la hora de decidir el destino de sus ahorros.

Apreciamos que partiendo de empresas con alta concentración de su paquete accionario, con una clara identificación entre los administradores y los principales accionistas existe una fuerte renuencia a abrir la información a terceros sobre la vida interna de la entidad. Así pues, muchas empresas adoptan una actitud reacia a la aplicación de estas políticas, evaluando en algunos casos retirarse de la cotización bursátil y en otros casos implicando una barrera de entrada para todas aquellas que evalúan su ingreso a los efectos de obtener financiamiento. Sólo a través de una concientización de los directores y de los grupos de control de las compañías sobre los beneficios de la transparencia se podrá generar el nacimiento de la confianza necesaria para el funcionamiento de los mercados.

Las malas prácticas de gobierno corporativo ahuyentan a los inversionistas. Estos problemas se pueden resumir en:

- Uso de los activos sociales por parte de los administradores para uso propio y no de la empresa.
- Operaciones con empresas / personas vinculadas a precios no competitivos.
- Remuneraciones elevadas de los ejecutivos, que no guardan proporción con los resultados económicos de la empresa.
- Contratación de personal allegado y no idóneo.
- Manipulación de información y toma excesiva de riesgos.
- Errores de percepción y juicio por parte de los administradores.

Se ha extendido a lo largo de Europa y América, como una marea incontenible, un movimiento de reforma del gobierno corporativo que ha afectado —principal, aunque no exclusivamente— a las sociedades cotizadas o bursátiles, esto es, a las sociedades de capital cuyas acciones se negocian —y por lo tanto cotizan— en una o varias bolsas o mercados secundarios de valores.

Este movimiento se ha reflejado en informes, códigos de buen gobierno elaborados en los distintos países, cuya lectura muestra que esta materia del gobierno

corporativo corre el riesgo de confundirse con la regulación general de la estructura orgánica de las sociedades de capital o con el régimen completo del mercado de valores.

Los códigos de gobierno no contienen normas obligatorias ni supletorias, asumiendo una naturaleza recomendatoria. En esta medida, lo que lleva a las sociedades abiertas a cumplir los códigos de gobierno no es, por definición, el riesgo a una sanción. Contribuye a este fenómeno de adhesión voluntaria, el riesgo de la reputación de la sociedad cuya cotización se ve afectada negativamente por noticias de una gestión deficiente, entrando en juego además la reputación de los profesionales que dirigen las sociedades, cuya valoración en el mercado profesional desciende de forma abrupta si se les asocia a prácticas irregulares o turbias. Hay que añadir además, los factores de competencia empresarial, que ven en las buenas prácticas de gestión una forma de distinguirse con respecto a los competidores. La presión de los inversores institucionales más importantes, también contribuye a la adopción de buenas prácticas por parte de las sociedades cotizadas en bolsa.

La situación de gobierno corporativo en Latinoamérica está mejorando progresivamente, como lo demuestra el hecho de las distintas reformas legislativas que están sucediendo en la mayoría de los países que lo componen. Cabe afirmar que la mejora del gobierno corporativo ha constituido una importante prioridad en los cuatro mercados más grandes de América Latina (Argentina, Brasil, Chile y México), emergiendo como una prioridad de las administraciones en los países andinos y el resto de América.

Los principios de la OCDE⁶ (los derechos de los accionistas; la igualdad de tratamiento de éstos; el papel de las diferentes personas interesadas en la

⁶ La Organisation for Economic Co-Operation & Development (OECD u OCDE) se encuentra conformada por un grupo de 30 países miembros. Esta institución juega un papel importante en fomentar un buen gobierno dentro del sector público como de igual manera en las actividades corporativas privadas. La OCDE emite principios o recomendaciones de carácter internacional que deberán seguir los países miembros o no miembros a fin de mejorar su gobierno corporativo. Los principios de Gobierno Corporativo de la OCDE cubren principalmente seis áreas claves:

- Asegurar las bases para un marco efectivo de Gobierno Corporativo que promueva los mercados eficientes y transparentes, consistentes con la ley señalando claramente la división de responsabilidad entre las autoridades encargadas de la supervisión, regulación e implementación de las normas relacionadas con el Gobierno Corporativo.
- Proteger y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas, así como las funciones claves que poseen como dueños.
- Asegurar un tratamiento equitativo de todos los accionistas, incluyendo los minoritarios y extranjeros, ya que todos los accionistas pudieran obtener una compensación por la violación de sus derechos.
- Reconocer los derechos de los *stakeholders*, o terceros interesados en la información de la entidad, establecidos por la ley o a través de acuerdo mutuo; así como fomentar la cooperación activa entre corporaciones y *stakeholders* en el desarrollo de la salud, empleo y el sostenimiento de las empresas financieramente.
- Asegurar un oportuno y acertado acceso y transparencia en cuanto a la información de la entidad, incluyendo su situación financiera, desempeño, directorio y gobierno.
- Asegurar una guía estratégica dentro de la compañía, el efectivo monitoreo del Consejo de Administración y su responsabilidad.

empresa, incluyendo los inversores extranjeros, los inversores institucionales y los trabajadores; el deber de información y el papel de los administradores) se han constituido en una guía específica para las personas que redactan las políticas, reguladores y participantes del mercado, de tal manera que les ayude a mejorar el marco legal e institucional que sostienen al gobierno corporativo. Además proporcionan sugerencias prácticas para los inversionistas, corporaciones y otras partes que tienen un papel en el proceso de desarrollar un buen gobierno corporativo.

Debería defenderse la existencia de un equilibrio razonable entre regulación, es decir, normas de obligado cumplimiento y autorregulación, normas a cumplir de forma voluntaria, por todos aquellos que deseen estar a la vanguardia del buen gobierno corporativo (y que, en caso de no cumplimiento, se han de explicar las razones de su no seguimiento).

El gobierno corporativo permite mejorar el funcionamiento de los órganos sociales. Por un lado, trata de mejorar la organización del órgano de administración con el fin de poder vigilar a los ejecutivos, buscando la transparencia de aquellas situaciones de conflicto entre el interés de los accionistas y el de los gestores. Por ejemplo, los administradores deberán informar de sus retribuciones y de aquellas operaciones en las que los propios gestores se convierten en proveedores o clientes de la compañía. Por otro lado, también se ocupa de mejorar la organización y funcionamiento de los Órganos de gobierno al facilitar el ejercicio del derecho de voto y el acceso a la información social por parte de los accionistas minoritarios.

El buen gobierno no supone una limitación a la libertad de empresa. Todo lo contrario, mediante el buen gobierno se estimula la iniciativa empresarial. Pero hay que reconocer que las recomendaciones de buen gobierno afectan al ejercicio del poder en las compañías cotizadas. Por esta razón, tienen que vencer la resistencia de algunos gestores de empresas cotizadas reacios a divulgar sus remuneraciones o los conflictos de interés que les afectan.

Se aplica el principio de “cumplir o explicar”. Los administradores de las compañías cotizadas tienen el deber de pronunciarse sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo, ofreciendo explicaciones en aquellos casos en que la compañía se haya separado de las mismas.

Ante los escándalos empresariales ocurridos a nivel mundial (Enron o Worldcom en Estados Unidos o de Parmalat en Europa), los accionistas demandan cada vez más la aplicación de mayores controles para minimizar las incertidumbres derivadas de la gestión de los directivos.

Como respuesta, en varios países, se están publicando nuevas recomendaciones de gobierno corporativo con el propósito de mejorar la supervisión y control de las empresas y que los inversores no pierdan la confianza en los mercados de capitales. En EE.UU., por ejemplo, no dejaron de producirse nuevas recomendaciones sobre gobierno corporativo con posterioridad a los escándalos antes mencionados. En agosto de 2002, el NYSE dispuso que los Consejos de Administración y los Comités de Auditoría debieran estar formados por una mayoría de consejeros independientes y, además, en estos últimos se exige que al menos uno de sus miembros sea experto en contabilidad y finanzas. Ante esta gran cantidad de normas, algunos expertos afirmaron que pese a que determinados requerimientos de gobierno corporativo han fallado en los últimos fraudes financieros, la regulación actual es suficiente para que el gobierno de las sociedades funcione con normalidad. La imposición de nuevas obligaciones puede llevar a un exceso de regulación que obligue a que las empresas soporten costes adicionales.

El grado de observancia de los principios de gobierno corporativo por parte de las empresas que cotizan es un elemento importante para aumentar la eficiencia económica y la confianza de los inversores. Diversos estudios y estadísticas marcan que las reglas o cláusulas de buen gobierno adoptadas voluntariamente permiten un incremento del valor de la empresa —o lo que es lo mismo, del valor de la acción— y, por tanto, una reducción de su coste de capital. Es importante que las empresas entiendan que la adopción de buenas prácticas corporativas permiten disminuir los conflictos internos, mejorar el uso de los recursos, conseguir mayor financiamiento y a un costo más bajo. La adopción de altos estándares de gobierno corporativo ha demostrado ser una inversión que el mercado reconoce y premia.

No existe un modelo único de gobierno corporativo, pero se pueden identificar recomendaciones comunes relativas al funcionamiento y composición de los órganos de Administración, a los deberes y políticas retributivas de los consejeros y altos directivos, a la transparencia informativa, a los conflictos de interés, a la responsabilidad y al ejercicio de los derechos de los accionistas.

El informe anual de gobierno corporativo es un documento cuya finalidad es recoger una información completa y razonada, sobre las estructuras y prácticas de gobierno corporativo en cada sociedad, que permita conocer los datos relativos a los procesos de toma de decisiones, y todos los demás que revelen aspectos importantes del gobierno societario, con objeto de que el mercado, los inversores y los accionistas puedan hacerse una imagen fiel y un juicio fundado de la sociedad.

Las emisoras deberían informar respecto de los siguientes contenidos:

- Relación de la emisora con grupo económico y con sus partes integrantes.
- Políticas y estrategias generales:
 - a) Plan estratégico, objetivos de gestión y presupuestos anuales.
 - b) Política de inversiones y financiación.
 - c) Gobierno societario.
 - d) Responsabilidad social empresaria.
 - e) Programas de formación y actualización continua para directores y ejecutivos.
- Políticas de control, gestión de riesgos.
- Sistemas internos de información y control, auditoría.
- Cantidad de integrantes del directorio y directores independientes.
- Remuneración y designación de ejecutivos clave.
- Políticas de dividendos.

Para poder alcanzar un desarrollo satisfactorio del mercado, se hace indispensable realizar reformas en los marcos regulatorios, modernizándolos y adaptándolos a los requerimientos globales actuales. Se deben mejorar los sistemas de información, a través de la definición de estándares mínimos de suministro de la misma, apoyar el desarrollo de una infraestructura financiera moderna y promover el fortalecimiento de los agentes y los reguladores. Se hace necesaria, con el fin de obtener estos objetivos, la implementación de medidas de buen gobierno corporativo, no solo a nivel legislativo, resultando necesaria una campaña de divulgación dirigida a las empresas públicas y privadas, con el fin de dar a conocer los beneficios que conlleva la aplicación de dichos principios.

3.2. Los anuncios o publicidad en general de los emisores

La mayoría de los entes reguladores de valores del mundo orientan gran parte de sus esfuerzos y actuaciones al fin último de proteger al inversor, en la mayoría de los casos generando una vasta información para su puesta a disposición del mercado y, en última instancia, del público inversor. Por tanto, las múltiples acepciones que reciben los objetivos intermedios, integridad del mercado, establecimiento de murallas chinas, registro de folletos informativos,

transparencia en operaciones vinculadas, comunicación de hechos relevantes, participaciones significativas, etc., siempre tienen un fin último garantizar la información.

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 inducir a error, equívocos o confusión al público sobre la naturaleza, precios, rentabilidad, rescates, liquidez, garantías o cualquiera otras características de los valores negociables, de sus sociedades emisoras, de los contratos a término, de futuros y opciones respectivos o de los servicios que se ofrezcan. Una defectuosa información oral más una publicidad sesgada es la base, en un buen número de casos, para la toma de decisiones de inversión.

Suele ocurrir que si bien los inversores comprenden en general que la publicidad no es el documento oficial, a menudo consideran que la información proporcionada por ésta es suficiente y, en muchas ocasiones, ni siquiera se plantean la consulta de los folletos cuyo contenido puede resultar más complejo o excesivamente extenso.

En algunos países de Europa, los organismos reguladores han ido promoviendo un cambio normativo que abarque las promociones y campañas publicitarias de todo tipo de productos financieros de su competencia, con el fin de establecer y hacer públicos criterios que debe seguir a fin de eliminar la existencia de elementos engañosos o subjetivos, buscándose una simetría y equilibrio en los mensajes, tratamiento homogéneo entre distintos productos (emisiones e instituciones de inversión colectiva), y siguiendo el modelo de criterios desde una unidad ajena al tratamiento del expediente de autorización del folleto del producto.

Con relación a la publicidad, Italia cuenta en la actualidad con una regulación muy específica para los fondos de inversión, requiriendo en todo caso una autorización administrativa previa al lanzamiento de la campaña. En el Reino Unido, la actividad se centra en la comprobación ex post sobre el cumplimiento de una serie de estándares específicos establecidos por la FSA.

En España, el Consejo de Ministros en su resolución de fecha 14/08/08 suprime la autorización previa de la publicidad de productos y servicios financieros, sustituyéndola por una verificación a posteriori.

En América Latina, los anuncios o publicidad en general de los emisores, no requieren de la aprobación previa por medio de los organismos reguladores. Las

sociedades tienen la posibilidad de presentar previamente esa información para su aprobación, pero la misma no resulta obligatoria. El control se efectúa con posterioridad a la publicación, no obstante, la regulación contempla las características que debe cumplir la misma y que debe ser respetada por los emisores al momento de hacer publicidad de sus productos.