

## APLICACION DE LA LEY 18.045 SOBRE MERCADO DE VALORES.

Eduardo Trucco Burrows  
Profesor del Departamento de  
Derecho Económico.

### I.- INTRODUCCION.

Como es bien sabido, la Ley N° 18.045, sobre "Mercado de Valores", se publicó en el Diario Oficial del 22 de Octubre de 1981. De acuerdo con lo dispuesto en los artículos 6 y 7 del Código Civil, no contemplándose normas especiales sobre vigencia de la ley, desde esa misma fecha de publicación comenzó a regir.

A poco más de un año de su promulgación y publicación, nos ha parecido de interés acoger la sugerencia hecha por el señor Director del Departamento de Derecho Económico, en orden a formular algunos comentarios sobre la aplicación de esta normativa.

La elección de perspectiva, contenidos y formas finalmente desembocó en lo siguiente: aprovechar la experiencia y el contacto más o menos directo que hemos tenido con estas materias en los últimos 6 meses y presentar una serie de ideas que pudieran resultar útiles para el estudiante de Derecho Económico.

Los párrafos que siguen pretenden cumplir con el propósito señalado.

### II.- ESQUEMA GENERAL DE LA LEY.

Siguiendo la definición de todo esquema, ofreceremos

un enunciado de las materias y líneas más significativas de la Ley 18.045:

1.- Objeto de la ley.

Se pretende regular la "oferta pública de valores" -definida en el artículo 4º-, los mercados de valores, los intermediarios y bolsas de valores, los emisores de "instrumentos de oferta pública".

Esta regulación, general y básica (según se desprende del texto de la ley y lo aconseja la prudencia) debe necesariamente referirse a ciertas materias. Es decir, la temática obliga... a nuestro juicio, a lo menos, a lo siguiente: proporcionar un lenguaje inicial y común (a través de ciertas definiciones), delinear las ideas centrales de cada tema protagonista (como por ejemplo, intermediarios de valores y bolsas de valores), integrar los temas de manera coherente y -suficientemente- dúctil (conciliando, por ejemplo, principios generales con situaciones de excepción) y, finalmente, contemplar ciertos mecanismos jurídicos de presencia casi obligada (como la delimitación de lo lícito, la definición de un sistema de sanciones, los recursos que permiten objetar o discutir las decisiones de la autoridad administrativa, etc.).

Según se comprobará, la ley se refiere a estas materias.

2.- Registro de Valores.

Se establece un "registro de valores", en el cual deben inscribirse: emisores de valores de oferta pública, los valores de oferta pública -en términos generales- y las acciones de sociedades anónimas abiertas y de las cerradas que lo deseen.

Este Registro cumple funciones de publicidad y control. El público ahorrante inversionista puede obtener allí información de interés, y la Superintendencia de Valores y Seguros dispone de un expedito mecanismo de control y fiscalización.

3.- Emisión de títulos de deuda a largo plazo.

La ley dedica un Título a este tema, reemplazando así las normas contenidas en el Decreto Ley 1.064 (Diario Oficial del 14 de Junio de 1975).

Se trata -en síntesis-, de regular la emisión de "bo

nos". Estos son títulos emitidos con vencimiento a plazos superiores a un año, susceptibles de colocarse entre el público inversionista, que pueden o no contar con garantías y que requieren de su inscripción previa en el Registro que lleva la Superintendencia.

#### 4.- El Mercado Secundario de Valores.

Las acciones y demás valores pueden ofrecerse, cotizarse, transarse e intermediarse en las condiciones y con las restricciones que se contemplan en el Título V de la ley. El mercado secundario es concebido como aquel que permite la transferencia de títulos ya emitidos. La bolsa de valores cumple -por excelencia- esta función, como pudo comprobarse durante el período en que se permitió la transacción de dólares, en 1982.

#### 5.- Los Intermediarios de Valores.

La ley distingue a dos tipos de intermediarios: los Corredores de Bolsa, que actúan como miembros de una Bolsa de Valores y sólo operan dentro de la misma bolsa, y los Agentes de Valores, que operan fuera de bolsa y sólo ciertos valores.

Los intermediarios deben cumplir con ciertos requisitos para poder operar como tales, deben inscribirse en un Registro que lleva la Superintendencia, deben otorgar ciertas garantías para asegurar el "correcto y cabal cumplimiento de todas sus obligaciones" (artículo 30) y quedan sujetos a las disposiciones de la ley, a las normas e instrucciones que imparta la Superintendencia y -en su caso- a los reglamentos internos de la respectiva bolsa.

#### 6.- Las Bolsas de Valores

La ley ha definido a las bolsas de valores (en su artículo 38) como aquellas entidades que tienen por objeto proporcionar a sus miembros (corredores) los medios necesarios para que éstos cumplan su función de intermediarios. Son sociedades anónimas sujetas a normas especiales -según se desprende de lo dispuesto en el Título VII de la ley y de los artículos 126 y siguientes de la Ley N° 18.046, sobre sociedades anónimas.

Están sujetas a la fiscalización de la Superintendencia y -no obstante el detalle de las disposiciones del Título VII que las regula- disponen de una interesante facultad de reglamentación.

## 7.- De la Información.

La ley obliga a informar. Esta obligación -amplia, delicada e importante- afecta a los emisores de valores, a los intermediarios, a las bolsas de valores y al público en general (cuando se encuentra en alguna de las situaciones previstas).

Tanto doctrinaria como legalmente la información es un imperativo en el adecuado funcionamiento del mercado de valores y, más generalmente, del mercado de capitales. El desarrollo de los acontecimientos en el mercado financiero de los últimos meses ha demostrado, sobradamente, la trascendencia de este punto.

## 8.- Prohibiciones, responsabilidades y sanciones.

Se establece que ciertas actividades están prohibidas en el mercado de valores, se asignan determinadas responsabilidades y se prevén sanciones para los infractores de la normativa vigente.

## 9.- Recurso de ilegalidad.

Como la Superintendencia de Valores y Seguros tiene amplias facultades de control, fiscalización y regulación, puede -en teoría- disponer o resolver o instruir en una forma tal que se aparte de la ley, violente derechos de terceros y cause perjuicios. Quien se sienta afectado por una situación de ilegalidad como la descrita, puede interponer un recurso especial, de rápida tramitación y fallo, a que se refiere el artículo 64 de la ley.

## 10.- Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

La ley se refiere a los bancos e instituciones financieras en varias disposiciones, pero la de mayor interés para nuestro esquema es el artículo 69. En él se dispone que a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras corresponderá fiscalizar el cumplimiento de las normas de la ley por parte de las entidades que le están subordinadas. Debe también dictar las normas e instrucciones aplicables por bancos e instituciones financieras en asuntos propios de esta ley.

Podemos anticipar que, en algunos casos, se ha advertido cierta confusión en cuanto a la Superintendencia competente para resolver determinadas cuestiones e interrogantes.

### III.- LOS VALORES Y SU MERCADO.

La ley define a los "valores" -en su artículo 3<sup>a</sup>- como "cualesquiera títulos transferibles incluyendo acciones, opciones a la compra y venta de acciones, bonos, debentures, cuotas de fondos mutuos, planes de ahorro, efectos de comercio y, en general, todo título de crédito o inversión."

Una primera pregunta que surge de inmediato es :¿de acuerdo con la definición legal, la moneda extranjera es un 'valor'? - ¿y el oro, es valor? - La pregunta está justificada por cuanto, durante un período de poco más de un mes, en las bolsas de valores se transaron monedas extranjeras, y en particular dólares de Estados Unidos de Norteamérica y, actualmente, todavía se transa oro (amonedado).

La conclusión a que se ha llegado es que en ninguno de los dos casos estamos frente a un 'valor' -insistimos, de acuerdo con la definición que de éstos da la ley.

¿De qué forma, entonces, se ha permitido la transacción de dólares y oro? De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 40 N° 2 de la ley, el objeto exclusivo de las bolsas de valores es el precisado en el artículo 38, "pudiendo efectuar las demás actividades que la Superintendencia les autorice o exija de acuerdo a sus facultades".

En las situaciones que hemos planteado tenemos que: la Superintendencia de Valores y Seguros (\*), ha autorizado expresamente la transacción de monedas de oro, y en el caso de los dólares, por una parte el Banco Central autorizó la liquidación de dólares en las bolsas de valores, y por otra parte -y como resolución complementaria de la norma y acuerdo del Banco Central- la Superintendencia debió pronunciarse, autorizando a los corredores de bolsa para operar en rueda con esta moneda.

La segunda pregunta -de tanta importancia como la precedente-, es ¿basta con que un título sea calificado como 'valor' para que pueda transarse en bolsa o intermediarse en otra forma?

En realidad, debemos tener presente -además- las siguientes consideraciones: primero, que esta ley se refiere a y regula la "oferta pública de valores", es decir "la dirigida al público en general o a ciertos sectores o grupos específicos de éste" (artículo 4°); de acuerdo con el inciso final del artículo

(\*).- En adelante, "la Superintendencia" indica la de Valores y Seguros.

1º lo contrario a oferta y transacción pública de valores sería la transacción 'privada', que queda excluida del ámbito de aplicación de la ley. En segundo lugar, cuando se desea hacer "oferta pública de valores", debe procederse en forma previa a la inscripción, tanto de los valores como de su emisor en el Registro de Valores que lleva la Superintendencia (artículos 5 y 6).

A propósito de estas ideas centrales, agreguemos algunas situaciones y comentarios de interés:

- a) Inscripción obligatoria.- Como se ha sugerido, todo valor que va a ser objeto de "oferta pública" debe inscribirse obligatoriamente en el Registro. A este principio general la ley agrega una situación más específica: las acciones de sociedades anónimas abiertas (letra c) del artículo 5º).
- b) Inscripción voluntaria. El Registro admite también a inscripción las acciones de sociedades anónimas cerradas, cuando éstas así -voluntariamente- lo soliciten (letra d) del mismo artículo 5º.)
- c) Inscripción en Bolsa. De acuerdo con la letra a) del artículo 23 "todas las acciones que de conformidad a esta ley deban inscribirse en el Registro de Valores deben también registrarse en una bolsa de valores, la que no podrá rechazar dicha inscripción".

No cabe duda que las acciones de sociedades anónimas abiertas deben inscribirse en una bolsa; pero, ¿qué criterio debe seguirse con las acciones de sociedades anónimas cerradas, inscritas voluntariamente en el Registro? - ¿La bolsa de valores se encuentra obligada, en los mismos términos que respecto de las sociedades abiertas, a inscribir, o por el contrario debe "autorizar" dicha inscripción -ejerciendo, por tanto una facultad similar a la que contempla la letra d) del artículo 23?

Nos parece que pueden esgrimirse diversos argumentos en favor de una u otra posición. Nos inclinamos, en principio, por sostener que estas acciones deben inscribirse en los mismos términos que las de sociedades abiertas.

- d) Efectos de la inscripción. La inscripción en el Registro de Valores produce varios efectos. Entre los más importantes: obliga a inscribirse en bolsa (según ya se expresó), obliga a proporcionar información de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 9 y 10; da derecho a que las acciones se coti

cen y transen diariamente en bolsa (según se desprende de la letra b) del artículo 23), pudiendo ser intermediadas sólo por corredores de bolsa (con lo cual se excluye a los 'agentes de valores', según letra c) del mismo artículo 23).

- e) Acceso al mercado. Como se ha visto, en el caso de las acciones que deben inscribirse en el Registro de Valores, éstas se inscriben en una bolsa de valores y, por esta vía, tienen acceso a un mercado secundario.

¿Cuál es la situación de las demás acciones y de otros valores? - debemos reconocer el siguiente tratamiento legal:

- Respecto de las acciones: no se cotizan diariamente en bolsa sino que deben "rematarse" en una 'rueda especial' (dice la ley), que se realiza dos veces al mes. La Bolsa de Comercio de Santiago realiza estas subastas el 2º y 4º Jueves de cada mes, sujeto a las demás condiciones que reglamentariamente ha establecido. Sólo pueden ser intermediadas por Corredores de Bolsa.
- Respecto de otros valores: pueden ser intermediados tanto por corredores como por agentes de valores; si se han de transar en bolsa, el intermediario será un corredor de bolsa, y sólo previa autorización de la respectiva institución bursátil. (\*)

Respecto de estos valores, de hecho se han producido casos interesantes: por vía de ejemplo, en su oportunidad el Tesorero General de la República solicitó a la Bolsa de Comercio de Santiago la transacción de los denominados "Bonos Cora"; éstos son Bonos emitidos de acuerdo con las disposiciones de la Ley 16.640, sobre Reforma Agraria, destinados al pago de la parte de la indemnización por expropiación de predios rústicos que debía pagarse a plazo. La Bolsa autorizó estas transacciones, exigiendo una detallada descripción de todas las características de los títulos (plazos de vencimiento, interés que contempla, liquidez, aplicación a pago de impuestos, forma de transferencia, etc.) para la debida información al público inversionista. (\*\*)

(\*) .- En la práctica, el Directorio de la Bolsa de Comercio de Santiago requiere todos los antecedentes legales y la información económica, financiera o de otro tipo que estime necesaria.

(\*\*).- La Ley 18.163 (Diario Oficial del 14-9-82), simplificó la transferencia de estos Bonos.

Desde luego que desde el momento mismo en que se autorizó la transacción de estos Bonos en bolsa, se produjo un enorme flujo de títulos hacia los centros bursátiles, ya que esta medida significaba la posibilidad de dar liquidez inmediata a un valor que para muchos se equiparaba a "dinero perdido"; al mismo tiempo, para el inversionista, puede representar un valor de rentabilidad atractiva.

- f) Cancelación de inscripción. La ley contempla casos en que debe procederse a la cancelación de la inscripción de los valores en el Registro respectivo. Puede tratarse de una cancelación voluntaria, o de cancelación entendida como sanción, todo ello de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 15.
- g) La información en el mercado. Ya se ha dicho (y últimamente se ha reiterado en múltiples instancias), que el mercado financiero y de valores requiere en una medida muy considerable de 'información'. La idea subyacente es de la más elemental racionalidad económica: la operación en el mercado de capitales y de valores implica la adopción de decisiones oportunas y fundadas, donde interesan no sólo las características propias del título o valor, sino además la situación económico-financiera del emisor, las alternativas de inversión, las tasas de interés, etc.

De ahí que la ley, en varias disposiciones, haya abordado el tema de la 'información': por una parte, en el artículo 10 se establece la necesidad de proporcionar información a la Superintendencia y al público en la misma forma que las sociedades anónimas abiertas -obligación que rige para todas las entidades inscritas en el Registro de Valores; por otra parte, tanto en el inciso 2° del artículo 10 como en el artículo 9, se dispone la obligación de entregar "información esencial" respecto del emisor de valores, de éstos o de su oferta.

La información esencial ha sido definida como "aquella que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre inversión". Sobre este punto cabría formular dos breves comentarios: primero, debe destacarse cómo a veces al legislador le resulta inevitable recurrir a conceptos, nociones o definiciones generales, con las cuales el problema que se ha planteado se resuelve sólo a medias, recayendo sobre los Tribunales -en definitiva- la responsabilidad de completar su solución; segundo, que naturalmente la información que pudiera ser considerada 'esencial' es muy variada, y no siempre se ha tenido el cuidado de proporcionarla

directamente a quien corresponda; queremos señalar, en este sentido, que ha sido usual que una sociedad -por ejemplo- anuncie por la prensa determinadas decisiones (consideradas esenciales), y no comunique esas mismas decisiones ni a la Superintendencia ni a las bolsas de valores. Podría ser el caso de un aviso de distribución de dividendos, el que -obviamente- influirá en el valor de cotización de las acciones de esa sociedad.

El punto nos permite hacer presente o recordar que la información debe proporcionarse a las bolsas de valores de acuerdo, entre otras disposiciones, a lo previsto en el artículo 43 letra b), que obliga a las bolsas a proporcionar información al público. (\*)

Lo normal -también- ha sido que si la Bolsa de Comercio de Santiago advierte la existencia de "información esencial" que no le ha sido comunicada, por decisión de su Directorio acuerda la 'suspensión de transacciones' hasta por 5 días, conforme a lo dispuesto en el artículo 48 de la ley.

En el título III de la Ley se contemplan otras situaciones de interés en la materia que comentamos.

h) Suspensión de transacciones. La ley contempla algunos casos que permiten la suspensión de oferta de valores, cotización o transacción de los mismos. En síntesis, habría que tener presente lo siguiente:

1.- Desde luego, la Superintendencia de Valores y Seguros puede resolver, en cualquier momento la suspensión de "la oferta, las cotizaciones o las transacciones de cualquier valor" cuando así lo requiere "el interés público o la protección de los inversionistas". El plazo de suspensión es de hasta 30 días, susceptible de prorrogarse hasta por 120 días si "se mantienen las circunstancias que originaron la suspensión"; si al término de este plazo, aún subsisten las razones que le sirvieron de fundamento, la Superintendencia "cancelará la inscripción pertinente en el Registro de Va

---

(\*).- La Bolsa de Comercio de Santiago edita un "Informativo Bursátil" mensual, en el que se informa sobre: comportamiento del mercado durante el último mes, montos transados, instrumentos de renta fija transados y sus rentabilidades, cotizaciones de oro, sociedades con pérdidas superiores al 50% del capital, estadísticas de bancos y financieras, acciones más transadas, rentabilidad de acciones, etc. Además, se entrega información diaria a través de otro Boletín.

lores" (artículo 14). (\*)

Nos interesa destacar que no debe mirarse esta "suspensión" como una sanción a la sociedad, sino como una decisión de la autoridad administrativa que es expresión de cierta prudencia, que normalmente tiene por objeto resguardar o proteger a los sujetos que intervienen en el mercado, y que puede obedecer -a veces- a consideraciones muy variadas y complejas.

- 2.- Por aplicación de lo dispuesto en el artículo 69 debe entenderse que las mismas facultades ya descritas, corresponden a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras respecto de las entidades sujetas a su control y fiscalización.
- 3.- Las bolsas de valores -ateniéndose a lo dispuesto en el artículo 48- pueden también suspender las transacciones de un valor, hasta por 5 días. Esta decisión es resorte del Directorio de la respectiva institución.

Si la Bolsa quisiese suspender por más de 5 días las transacciones debe obtener la autorización de la respectiva Superintendencia. Lo normal será, sin embargo, que si hay razones suficientemente serias como para suspender por un plazo mayor, sea la propia autoridad quien acuerde o resuelva la suspensión, y por los plazos que le autoriza el artículo 14.

- 4.- Finalmente, debe tenerse presente que la ley no autoriza a hacer oferta pública de valores a quienes se encuentren "en estado de insolvencia" (artículo 63).

#### IV.- LOS INTERMEDIARIOS DE VALORES.

Ya se indicó que la ley distingue dos tipos de intermediarios: los 'corredores de bolsa' y los 'agentes de valores'. Los primeros son los únicos autorizados para operar como

---

(\*).- Debe hacerse notar que la Superintendencia no siempre ha ejercido esta facultad de cancelar la inscripción una vez transcurrido el plazo de 120 días, habiendo adoptado un criterio más flexible en la materia.

intermediarios dentro de las bolsas de valores.

Respecto de los intermediarios sólo nos interesa formular observaciones relativamente generales:

- a) Los intermediarios se rigen por normas muy similares, como puede apreciarse con la sola lectura de la ley;
- b) deben inscribirse en el Registro de Corredores de Bolsa y Agentes de Valores que lleva la Superintendencia, acreditando que cumplen con todas las exigencias que establece la ley y las que ha precisado la misma Superintendencia. Entre estas exigencias cabe destacar la de disponer de un "patrimonio mínimo" de 6.000 ó 14.000 Unidades de Fomento, según sea el tipo de operaciones que realicen, y la constitución de garantías.
- c) Tratándose de corredores o agentes que sean sociedades, la ley establece una doble exigencia: que agreguen una indicación de su actividad en la razón social y que tengan "como exclusivo objeto" la intermediación de valores. (artículo 27)
- d) La ley establece una serie de obligaciones respecto de los intermediarios, y les asigna diversas responsabilidades; debe subrayarse, en este sentido, el artículo 34, del cual se desprende la calidad de ministro de fe que se les atribuye para ciertas materias. (\*)

Aparte de las obligaciones legales, los intermediarios deben cumplir con las demás obligaciones que a su respecto establezca la Superintendencia (y que se ajusten a la ley), y en sus operaciones deben atenerse a las instrucciones y normas que imparta esa misma autoridad. Los corredores de bolsa están sujetos -además- a los estatutos y reglamentos de la bolsa a que pertenecen.

Todo ésto nos llevaría a concluir que se trata de una actividad fuertemente reglamentada y sujeta a diversas instancias de fiscalización. De manera precisa el artículo 56 hace responsable a directores y gerente de las bolsas de valores por el eventual incumplimiento de sus "deberes de fiscalización", tanto respecto del mercado como de las personas que intervienen en él.

---

(\*).- Pueden compararse algunas de estas obligaciones con disposiciones de los artículos 48 y siguientes del Código de Comercio. Se confirma, además, la calidad de ministro de fé en los artículos 17 y 31 del nuevo Reglamento de Sociedades Anónimas. (D.O. 13-XI-82).

- e) La inscripción de un intermediario en el Registro respectivo puede ser suspendida o cancelada, de acuerdo con el artículo 36. En el caso de los corredores, los estatutos de las bolsas de valores contemplan causales adicionales de suspensión de sus funciones o pérdida de la calidad de corredor. (\*)

## V.- LAS BOLSAS DE VALORES.

La ley define a las bolsas de valores como "entidades que tienen por objeto proveer a sus miembros la implementación necesaria para que puedan realizar eficazmente, en el lugar que les proporcione, las transacciones de valores mediante mecanismos continuos de subasta pública y para que puedan efectuar las demás actividades de intermediación de valores que procedan en conformidad a la ley". (artículo 38).

Una atenta lectura de la definición legal -según nos parece- obliga a concluir que éstas tienen un objeto muy preciso y delimitado. El artículo 40 N° 2 confirma esta impresión, al señalar que el objeto exclusivo de las bolsas será el ya indicado, sin perjuicio de las "demás actividades" que la Superintendencia les autorice o exija de acuerdo a sus facultades. A nuestro juicio la definición es bastante mezquina y no expresa adecuadamente las funciones ni el objeto de las bolsas.

Ahora bien, antes de entrar a mayores detalles, conviene referirse a dos aspectos generales que tienen interés tanto desde el punto de vista del derecho positivo como doctrinario:

- a) ¿Bolsa de 'valores' o más amplia? - Como se ha visto, la ley actual ha optado por restringir el objeto de las bolsas a la transacción de 'valores'. Como alternativa, se concibe a instituciones que puedan transar -además- otros bienes y productos. (\*\*)
- b) ¿Una bolsa privada o una bolsa pública u oficial, y cómo se organiza jurídicamente? - En algunos países las bolsas de valores son entes públicos, dependientes del gobierno; en otros -como en el caso chileno-, son personas jurídicas de carácter privado, en cuanto el Estado no tiene ninguna participa-

---

(\*) .- Nótese también aquí el empleo de expresiones difíciles de precisar en su alcance: "sanas prácticas de los mercados de valores" -letra c) del artículo 36.

(\*\*).- Los antiguos Estatutos de la Bolsa de Comercio de Santiago, comprendían una serie de posibilidades de operación.

ción en su capital y se organizan como sociedades anónimas.

Cuando se trata de bolsas "privadas", lo normal es que se organicen como sociedades anónimas. Se estima que esta modalidad de organización presenta mayores ventajas. (\*)

Un enunciado de los aspectos de mayor interés incluiría:

- 1.- Deben constituirse con a lo menos 15 accionistas y con un capital pagado mínimo equivalente a 60.000 unidades de fomento. (\*\*)
- 2.- Cada accionista sólo puede ser dueño de una acción.
- 3.- Las acciones tienen igual valor y no pueden establecerse series de acciones ni acciones privilegiadas.
- 4.- Pese a que se trata de sociedades anónimas, según la ley, el "beneficio que las bolsas proporcionen a sus miembros consiste exclusivamente en posibilitarles el ejercicio de la función de corredores de la misma". Esta disposición se ha entendido que implica que no podrían -por ejemplo- distribuirles dividendos a sus accionistas. (\*\*\*)

Pero, en realidad, esta mención no hace sino entre darnos una visión muy parcial y limitada de lo que verdaderamente caracteriza a las bolsas de valores. Para completar (y mejorar) dicha imagen, habría que agregar lo siguiente:

En primer lugar -y como en parte se ha sugerido-, las bolsas de valores tienen un rol o papel fundamental que jugar en el mercado de valores, como centro de transacciones, como centro nervioso y sensible de las expectativas de los agentes económicos, como típico "mercado" (es decir lugar de concentración de oferentes y demandantes). Toda esta multiplicidad de funciones se cumplen con medios técnicos de avanzada tecnología, con un eficiente sistema de registro, ordenación y

( \*) .- Aparte de los artículos 38 y siguientes debe consultarse los artículos 126 y siguientes de la Ley 18.046, sobre sociedades anónimas que incluyen referencias a las bolsas de valores.

(\*\* ) .- Como se sabe la Bolsa de Valores, de Valparaíso debió disolverse -entre otras razones- por no reunir el capital referido.

(\*\*\*) .- En este, así como en varios aspectos más, la ley ha seguido recomendaciones de un grupo de expertos que elaboró un Informe dentro del marco de un Proyecto de desarrollo del Mercado de Valores en Chile, de Naciones Unidas.

difusión de información y con un sistema operacional ágil y flexible. Sólo en pequeña medida se reflejan estas cualidades en la ley.

En segundo lugar, hay un muy complejo y detallado sistema normativo. Las bolsas -como toda sociedad anónima- tienen sus Estatutos; pero, además, disponen de reglamentos y otras normas e instrucciones. En el caso que conocemos más de cerca -la Bolsa de Comercio de Santiago-, podría identificarse el siguiente esquema normativo: Ley - Normas de la Superintendencia - Estatutos - Reglamento - Circulares - Comunicaciones internas.

(\*)

Debe tenerse presente -en esta materia- que de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 39, las bolsas "deberán reglamentar su actividad bursátil y la de los corredores de bolsa". Este imperativo, tan claro y categórico (y lógico) se ve oscurecido, sin embargo, por otras disposiciones de la misma ley: por una parte, el inciso segundo del mismo artículo 39 señala que esa reglamentación es "sin perjuicio de la facultad de la Superintendencia para impartir a las bolsas y a sus corredores las instrucciones y normas que estime necesarias para el cumplimiento de los objetivos" de la ley; a lo anterior se agrega, por otra parte, el inciso final del artículo 44, según el cual "todas las normas internas que adopten las bolsas en relación a sus operaciones como tales, deberán ser previamente aprobadas por la Superintendencia, la que estará facultada para rechazarlas, modificarlas, o suprimirlas, mediante resolución fundada".

¿Se cumple la recomendación del Informe de Expertos, ya citado: "La Superintendencia deberá delegarles a las Bolsas de Valores las más amplias facultades factibles de autoregulación" ? (\*\*)

Sin pronunciarnos directamente, hay que consignar que -desgraciadamente- la norma del artículo 44 es muy general y categórica ("todas las normas"...), pasando por alto la eventualidad de situaciones de excepción o de emergencia y las difi

(\*) .- La Bolsa de Comercio de Santiago adecuó sus Estatutos, dentro del plazo establecido por el artículo 2° transitorio de la Ley 18.045. Fueron aprobados por Junta Extraordinaria de Accionistas celebrada el 30 de Noviembre de 1982, y autorizados por Resolución N°200 de la Superintendencia, del 23 de Diciembre de 1982.

(\*\*).- Resumen de recomendaciones del "Informe Preliminar", Enero 1981.

cultades que la propia Superintendencia pueda tener para emitir oportunamente sus pronunciamientos. (\*)

En tercer lugar, debe subrayarse que de hecho -y ello se percibe en buena medida a través de lo dispuesto en los artículos 42 a 49 de la ley- las bolsas organizan, estructuran, dan forma y vida a la actividad de los corredores. Estos dependen -en muy alto grado- del apoyo e iniciativa de las bolsas, donde se concentran, realmente, los esfuerzos de organización de la actividad de intermediación bursátil. Desde luego, cada bolsa entrega mucho más información que sus corredores; el encuentro ordenado de los intermediarios se logra a través de los procedimientos delineados por la bolsa; las pautas y códigos de conducta están regulados y son controlados por las bolsas -tanto por imperativo natural como por mandato legal (velar por cumplimiento de "los más elevados principios de ética comercial" -artículo 43 letra c)-, "asegurar la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente" -artículo 39, inciso 1º, "promover principios justos y equitativos en las transacciones de bolsa" y "proteger a los inversionistas de fraudes y otras prácticas ilegítimas" -artículo 44 letra b).

Finalmente, debe mencionarse siquiera que se contemplan normas sobre ingreso a las bolsas, requisitos para ser director de las mismas, sanciones que deben aplicarse, etc., todo lo cual contribuye a configurar un sistema organizado de acción económica.

## VI.- LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS.

No cabe duda alguna acerca del rol preponderante que juega en el mercado de valores la Superintendencia del ramo. La ley orgánica de la Superintendencia se contiene en el Decreto Ley N° 3538 (Diario Oficial del 23 de Diciembre de 1980), modificado en parte por la ley 18.046. Debe hacerse notar, sin embargo, que de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 34 de la Ley 18.196, (\*\*), se facultó al Presidente de la República para que "dentro del plazo de un año, mediante uno o más decretos expedidos por intermedio del Ministerio de Hacienda, fusione, en la

---

(\*) .- No puede dejar de advertirse un marcado paternalismo, tanto en esta disposición como en otras materias. Dicho paternalismo no se aviene demasiado con otros principios que se sustentan y es independiente de las naturales facultades de fiscalización que debe reconocerse a la autoridad económica.

(\*\*) .- Publicada en el Diario Oficial del 29 de Diciembre de 1982.

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, la Superintendencia de Valores y Seguros. Dicha Superintendencia pasará a denominarse Superintendencia de Bancos, Valores y Seguros".

Según la Ley 18.046, sobre sociedades anónimas, como la 18.045 sobre Mercado de Valores, reconocen a la Superintendencia amplias atribuciones y facultades. Estas pueden resumirse así:

- a) De fiscalización y control. Expresada, en particular, en lo dispuesto por el artículo 2° de la ley 18.045.
- b) De dictar normas e instrucciones. Contenida en varias disposiciones de la ley (artículos 8, 24 y 26 por vía ejemplar), transforma a este organismo en un importante regulador del mercado, sus instituciones y la conducta de los sujetos.
- c) De decisión. Desde luego -como ya se ha visto-, puede suspender la oferta, cotización y transacción de valores.
- d) De sanción. El artículo 58 autoriza a la Superintendencia para sancionar a los "infractores de esta ley, de sus normas complementarias, de los estatutos y reglamentos internos de las bolsas de valores y de las resoluciones que dicte conforme a sus facultades". Para determinar las sanciones aplicables la ley 18.045 se remite a la ley orgánica de la Superintendencia. Decreto Ley 3.538.

#### VII.- LO ILICITO.-

Como en tantos otros campos y materias, la ley ha querido delimitar con algo más de precisión que la que podría resultar de la mera aplicación de principios y normas generales, los ámbitos de lo lícito y lo ilícito en la conducta de los sujetos que intervienen en el mercado de valores.

Las disposiciones más relevantes declaran la expresa contradicción entre los propósitos y objetivos de la ley y ciertas conductas. Así, será contrario a la ley "efectuar transacciones en valores con el objeto de estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente los precios" o "efectuar cotizaciones o transacciones ficticias". (artículos 52 y 53).

Los artículos 59 y siguientes de la ley, y algunas disposiciones dispersas, nos permiten completar esta imagen de

lo ilícito.

No quisiéramos entrar a un análisis detallado de estas normas, limitándonos -por el contrario- a consignar lo siguiente: primero, que la delimitación de lo ilícito es trascendental en una materia como la que hemos comentado; segundo, que aparte de lo que resulta de la propia ley, hay una constante elaboración en torno a esta interrogante (¿qué es lícito hacer?), con motivo de las instrucciones, normas y dictámenes de la Superintendencia. Obviamente, esta circunstancia representa un desafío de interés tanto para los sujetos económicos como para los abogados; sólo con una correcta comprensión de los aspectos esenciales de la legislación y de los principios que orientan el funcionamiento de los mercados de valores y las prácticas bursátiles, puede evitarse el caer en una especie de jibarización jurídica y pérdida de perspectiva racional.

#### VIII.- RECURSO DE ILEGALIDAD.

Hay una serie de situaciones y casos en los que los sujetos económicos pueden sentirse afectados por decisiones, resoluciones o instrucciones ilegales de la Superintendencia.

Para prevenir la ocurrencia de arbitrariedades la ley estableció un recurso especial de "ilegalidad" (artículo 64), el cual debe interponerse ante la Corte de Apelaciones de Santiago. Este Tribunal se pronuncia sobre la admisibilidad del recurso y confiere traslado a la Superintendencia.

Los plazos de tramitación y fallo son breves.

El recurso debe interponerse dentro del "plazo de 10 días hábiles contado desde la notificación de la resolución reclamada".

#### IX.- COMENTARIOS FINALES.

El desarrollo de este trabajo ha sido más bien descriptivo. Se ha querido ordenar las materias y sugerir algunas interrogantes. En los puntos que mencionaremos a continuación se desea plantear interrogantes adicionales y mostrar cómo se han ido resolviendo algunas cuestiones durante el breve plazo de vigencia de la ley.

- a) ¿Se pueden detectar vicios en la ley, desde el punto de vista constitucional?

Tenemos conocimiento de objeciones que se han formulado a algunas de sus disposiciones. Somos de opinión que, efectivamente, podrían atacarse ciertos artículos por vicio de inconstitucionalidad.

Como antecedente ilustrativo puede señalarse que, durante la tramitación del proyecto de ley la Cuarta Comisión Legislativa objetó el artículo 35 por vulnerar el derecho a la libre asociación; una Comisión Conjunta, posteriormente, descartó esta objeción. Además, la Cuarta Comisión objetó el artículo 41 de la ley que en el Proyecto permitía rechazar la solicitud de autorización de existencia de una bolsa, sin expresión de causa; como se puede apreciar, esta objeción prosperó, dándose lugar a una redacción definitiva de ese precepto con un tenor muy diverso.

- b) ¿Qué significa que a una sociedad se le apliquen las normas de las sociedades anónimas abiertas? - ¿Esto las transforma en abiertas? - Por oficio 1352, del 4 de Marzo de 1982, la Superintendencia sostiene que del artículo 129 de la Ley 18.046 "no se desprende que las compañías de seguros sean por naturaleza sociedades abiertas y que por ello deban inscribirse en el Registro de Valores...". Se observa, de inmediato el alcance que puede tener esta interrogante.
- c) El artículo 3° de la ley autoriza a la Superintendencia para eximir a ciertas sociedades de algunas obligaciones. ¿Qué criterio debe adoptarse, y dicha exención debe quedar condicionada en qué forma? - La Superintendencia ha respondido a través de la Circular N° 198, del 30 de Julio de 1982.
- d) ¿Qué responsabilidades debe asumir la Superintendencia al autorizar la inscripción de valores en el registro respectivo? - Hasta la fecha, no asume ninguna, limitando su papel a la recepción y registro de antecedentes, y una posterior difusión de discutible alcance y eficacia.
- e) ¿Qué consideraciones autorizan a una bolsa de valores para ejercer la facultad de suspensión que le reconoce el artículo 48?.
- f) ¿Puede un tribunal o un organismo como la Sindicatura de Quiebras, ordenar que un remate de acciones u otros valores se realice en condiciones distintas de las previstas en los estatutos y reglamentos de una bolsa de valores?.

Estas y otras tantas preguntas surgen de la aplicación de esta legislación. Con lo expuesto, sin embargo, nos parece que se logrará orientar acerca de la complejidad del funcionamiento del mercado de valores y las dificultades que se han presentado en la aplicación de la ley 18.045.